

Conséquences Économiques de la Stabilisation Belge (1^{re} Année)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 5 Juin 1928.

PAR

J. de LONGEAUX

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur
Suffragants { *MM. TRUCHY.*
 { *JÉZE,* } *Professeurs*



E. DE BOCCARD, Editeur
1, Rue de Médicis, 1
PARIS (VI^e)

1928

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses,
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.***

Conséquences Économiques

de la

Stabilisation Belge

(1^{re} Année)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 5 Juin 1928.

PAR

J. de LONGEAUX

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur
Suffragants { MM. TRUCHY. } *Professeurs*
 { JÉZE. } {



E. DE BOCCARD, Editeur
1, Rue de Médicis, 1
PARIS (VI^e)

1928



INTRODUCTION

Le 25 octobre 1926, un arrêté royal a créé le nouveau franc belge et son multiple le belga. Cette date ne marque pas seulement pour la Belgique la fin de ses vicissitudes financières d'après-guerre, mais encore le divorce de son système monétaire avec le système français dont il avait jusqu'alors épousé les formes et suivi de près la fortune.

Aussi la stabilisation qu'a consacrée l'institution du belga présente-t-elle deux aspects et faut-il distinguer, en dehors des conséquences économiques découlant du retour à l'étalon or, d'autres effets, moins importants peut-être, mais non négligeables, dûs principalement à la dissociation entre le sort du franc belge et celui du franc français.

Cette dualité donne à la stabilisation belge son caractère original. Si, parmi les divers exemples de restauration monétaire qu'offre l'Europe Centrale ces dernières années il n'en est pas qui se soient opérées dans des conditions absolument identiques, on peut cependant relever entre quelques-unes d'entre elles de remarquables analogies. Le problème de l'assainis-

sement financier se posait par contre en Belgique d'une façon très spéciale à ce pays et il est essentiel de le comprendre pour apprécier le choix et l'opportunité des solutions adoptées. Faute d'en avoir tenu compte, une partie des nombreux auteurs qui ont traité de la stabilisation belge ont prononcé sur elle avec une rigueur excessive ou en ont tiré d'une façon arbitraire des arguments, souvent contradictoires à la vérité, en faveur des théories monétaires les plus opposées.

Pour éviter de tomber dans ces travers il est nécessaire de situer dans son cadre exact la restauration financière dont nous projetons d'examiner les conséquences économiques et de rappeler brièvement les grands traits de la conjoncture belge en fin d'été 1926.

Circonstances dans lesquelles la stabilisation belge a été décidée.

Au mois de septembre 1926, le ministère d'union nationale constitué le 22 mai sous la présidence du ministre d'Etat Jaspar, avait, au prix de mesures énergiques dont la confiance du pays assurait l'efficacité, enrayé la hausse de la livre. Celle-ci, après avoir atteint 217 au mois de juillet était descendue en août au-dessous de 180 francs. La période préliminaire à la restauration financière pouvait être considérée comme close et toute politique monétaire suivie par le gouvernement devait se ramener à deux types : ou stabilisation immédiate à un taux voisin des cours pratiqués ou

revalorisation progressive dont la cadence et la limite restaient à déterminer. Le choix de la première solution impliquait la désolidarisation du franc belge et du franc français au sujet duquel M. Poincaré se refusait à prendre aucune mesure définitive. Sans doute pouvait-on envisager que la France se rallierait postérieurement au taux de stabilisation choisi en Belgique. Mais cette hypothèse était bien aléatoire et partant les risques de l'entreprise bien grands.

C'est cependant à cette solution que M. Francqui, ministre des Finances, s'est arrêté, parce qu'il a estimé que les circonstances économiques et sociales propres à la Belgique rendaient nécessaire un retour aussi prompt que possible à une monnaie basée sur l'or. Les difficultés, les aléas d'une stabilisation lui ont d'autant moins échappé que l'échec de la tentative Janssen était présent à tous les esprits; mais si le souvenir de cette malheureuse expérience a influé sur le choix du taux de dévaluation et conduit à le fixer avec une extrême prudence, il n'a pas retenu M. Francqui de procéder aussi rapidement que possible à la réforme définitive, dont la mise en œuvre immédiate pouvait seule à ses yeux permettre à la Belgique de restaurer son économie.

Un des principaux artisans de la réforme monétaire, M. L. Franck, ministre d'Etat, actuellement gouverneur de la banque nationale, a écrit les signes suivantes¹ qui éclairent d'une façon remarquable la pensée des stabilisateurs :

1. *La stabilisation monétaire en Belgique*, p. 89. Payot, Paris.

« Un grand pays disposant d'un vaste marché national peut prendre en matière monétaire moins de précautions qu'un pays dont le territoire et le marché intérieur sont limités.

« La Belgique vit d'exportation et est en rapports constants avec l'étranger. Chez elle, une réforme monétaire importante ne pouvait se faire avec sécurité que si toutes les circonstances extérieures étaient favorables ».

Au jugement de M. Franck, la Belgique ne pouvait donc sans témérité courir les risques inhérents à une longue période de revalorisation; son industrie et son commerce ne pouvaient supporter sans être menacés dans leur vitalité même l'instabilité des changes et les incertitudes dont s'accompagne nécessairement toute tentative de restituer à l'étalon monétaire une part progressivement accrue de son pouvoir d'achat. Aussi était-il nécessaire de saisir les premières circonstances favorables pour rentrer définitivement dans le concert des nations qui asseoient leur monnaie sur la base inébranlable de l'or.

La situation de la Belgique à cet égard, et il importe d'insister sur ce point, était bien différente de celle d'un grand pays comme la France dont le commerce extérieur ne constitue qu'une faible part de l'activité économique.

La Belgique, comme le rappelle M. Franck, vit d'exportation, elle entretient des rapports constants et intimes avec l'étranger. Le fait est trop connu pour qu'il soit nécessaire d'introduire de longs développe-

ments. Rappelons cependant que le déficit en denrées alimentaires de toute espèce s'établit à 30 % environ en valeur, alors qu'il n'atteint pas 10 % dans la France d'après-guerre. L'industrie belge d'autre part est essentiellement une industrie de transformation. Elle achète à l'étranger la plus grande partie de ses matières premières, sauf le charbon, et exporte les produits finis. En 1913, alors que le commerce total de la France atteignait 15 milliards de francs, soit environ 190 francs par habitant, celui de la Belgique s'élevait à 8. 700 millions, soit 1170 francs par tête.

La Belgique comme l'Angleterre, par exemple, quoiqu'à un moindre degré, ne peut subsister sans entretenir un courant d'échanges actif. Aussi pourrait-on s'étonner qu'elle ait adopté, en ce qui concerne sa politique monétaire, une ligne de conduite qui semble au premier abord opposée. L'Angleterre, avec une énergie, une hâte que d'aucuns ont jugé intempestive, a fait remonter son étalon monétaire au pair. La Belgique a, par contre, adopté une solution de paresse, et stabilisé presque au premier palier acquis. Cette opposition n'est qu'apparente et les deux pays ont montré pour des raisons identiques un désir égal de rentrer le plus rapidement possible dans le concert des Etats à monnaie d'or. Mais en Angleterre, la livre était dépréciée dans une mesure relativement faible, son retour au pair ne pouvait être mis en doute et n'était qu'une question de temps : cette question a été résolue de la façon la plus rapide. La situation financière de la Belgique ne permettait guère d'envisager le retour du franc

à sa parité d'avant-guerre. Aussi a-t-elle fait le sacrifice du taux de stabilisation alors que l'Angleterre avait fait le sacrifice de la période de revalorisation.

Il n'est pas étonnant que la Belgique, ayant dû faire face à un problème bien différent de celui qui se posait en France, ait adopté une solution autre que celle qui a prévalu dans notre pays. Il est profondément injuste de comparer les deux réformes sans tenir compte des conditions où elles se sont opérées et de tirer argument de la réussite de l'une ou de l'autre pour en conclure soit que la Belgique pouvait stabiliser à un taux supérieur, soit que la France se fût épargné des difficultés économiques en poussant moins loin la revalorisation de son étalon monétaire.

Dissemblables par l'étendue de leur marché intérieur, par les ressources de leur sol, par les formes de leur activité industrielle et commerciale, la Belgique et la France se distinguent également par leur armature sociale. La classe des rentiers, des débiteurs de l'Etat si nombreux et si intéressants à tous points de vue dans notre pays est presque inexistante en Belgique où les valeurs du Trésor sont réparties entre une multitude de capitalistes appartenant à toutes les classes de la société et n'entrent généralement que pour une faible part dans la composition de chaque portefeuille. Tandis que le modeste épargnant français achète de préférence des fonds d'Etat, son voisin belge recherche davantage des valeurs industrielles, fussent-elles de nature spéculative. En consacrant d'une manière définitive la dépréciation du franc à un taux relati-

yement bas, le législateur belge n'était donc pas retenu par les scrupules si honorables qui sans aucun doute ont déterminé les hommes d'Etat français à pousser aussi loin que possible le redressement de l'étalon monétaire afin de sauvegarder dans une certaine mesure les intérêts d'une des classes les plus méritantes de la nation.

A ces considérations d'ordre économique et d'ordre social s'ajoutait, il faut bien le dire, chez les dirigeants un souci indéniable : celui de séparer le sort du franc belge du sort du franc français. Les milieux financiers considéraient le redressement financier de la France avec sympathie certes, mais ils conservaient sur son succès un scepticisme manifeste auquel les événements ont infligé un cruel démenti. De là une tendance à bien marquer l'autonomie des finances belges. Avant de les blâmer d'avoir cru devoir adopter cette politique prudente et d'avoir par un excès de précaution négligé les chances que conservait la Belgique de stabiliser sa monnaie à un taux plus rapproché du pair, il convient d'examiner quelle a été l'influence des circonstances extérieures qui ont coïncidé avec la réforme monétaire et contribué à son succès. N'eussent été ces circonstances, impossibles à prévoir, peut-être la stabilisation n'aurait-elle pas connu son brillant succès et aurait-elle entraîné dans la vie industrielle et commerciale des troubles assez graves pour que le cours de 175 francs belges la livre parût exagérément ambitieux.

Circonstances
qui ont coïncidé avec la stabilisation belge.

Il est impossible d'apprécier avec quelque exactitude les conséquences économiques de la stabilisation belge sans déterminer préalablement l'influence profonde qu'ont exercé sur l'activité industrielle et commerciale du pays les deux grands événements qui ont marqué la vie des deux nations avec lesquelles la Belgique entretient les trafics les plus intenses, la France et la Grande-Bretagne.

La Grande-Bretagne entre dans le commerce extérieur total de la Belgique pour une proportion de 11,6 en ce qui concerne les importations, et de 19,6 en ce qui concerne les exportations. Ceci pour 1926. En 1925 les proportions étaient respectivement de 12,5 et de 13. Ainsi, l'ordre économique des deux nations a-t-il subi d'une année à l'autre une perturbation vraisemblablement momentanée mais très importante au profit de la Belgique et cela malgré l'influence désastreusé qu'aurait dû exercer à la fin de l'année sur le commerce d'exportation belge la stabilisation monétaire. Cette anomalie apparente est la conséquence de la grève anglaise. Quelques chiffres fixeront les idées sur l'influence de cette grève sur le commerce belge : l'exportation totale des houilles crues est passée de 2 millions 550 mille tonnes à 3 millions 775.000 tonnes soit une augmentation du 40 % : les exportations vers la Grande-Bretagne sont passées de 3.501 tonnes à 560.062 tonnes, soit une augmentation de 600 %. L'exportation

des briquettes est passée de 90 à 19.232 tonnes. La carence forcée de la Grande-Bretagne a également permis à la Belgique d'envoyer de plus fortes quantités de fers et d'aciers vers certains débouchés tels que la Chine, le Japon, le Brésil et les Indes. Vers la Chine par exemple les exportations de fers étirés ou laminés ont passé de 41.153 à 81.131 tonnes et celles de tôle de 12.054 à 16.072. Vers le Japon, les exportations de fer étiré ou laminé ont augmenté de 60.309 à 114.790 tonnes, celles de rails de 10.098 à 21.998 tonnes et celles de tôles de 5.037 à 18.744 tonnes. Enfin vers les Indes les envois de fers étirés ou laminés ont passé d'une année à l'autre de 61.989 à 115.319.

Ces chiffres sont caractéristiques des répercussions profondes que la grève anglaise a exercées sur l'économie belge et de la ventilation qu'il est nécessaire d'opérer pour distinguer l'effet propre de la stabilisation monétaire. Il est également indispensable de faire entrer en ligne de compte les liens de nature psychologique et de nature économique qui relient les systèmes monétaires de la France et de la Belgique, et qui exposent principalement cette dernière à subir les répercussions des vicissitudes financières qu'éprouve son puissant voisin. En fait, de même que la baisse du change français a coïncidé avec l'échec du plan Janssen et y a dans une certaine mesure contribué, de même le redressement de nos finances depuis l'été 1926 a singulièrement facilité la stabilisation belge.

Liens de nature psychologique d'abord, avons-nous dit, entre les systèmes monétaires des deux Etats. Les

étalons monétaires ont le même nom, représentaient le même poids d'or. Il en résulte certainement une certaine confusion entre leurs deux cotations. Il est inutile de s'étendre longuement sur un phénomène d'ordre psychologique bien connu. Les auteurs de la stabilisation belge n'ont pas mésestimé la portée de ce lien. La meilleure preuve en est l'institution du belga dont la véritable raison d'être, il ne faut pas le dissimuler, est incontestablement de donner au système monétaire belge une autonomie qu'il n'avait pas complètement jusqu'alors. Aussi ne doit-on pas s'étonner que la tenue du franc français ayant dissipé les craintes qu'éprouvaient les hommes d'Etat belges sur le succès de notre redressement financier, le rôle du belga soit resté très limité alors que cet étalon était vraisemblablement destiné à remplacer le franc dans la circulation monétaire au cas où la devise française se serait dépréciée.

Liens de nature économique aussi. La France est le principal fournisseur de la Belgique et son meilleur client après l'Angleterre. En 1926, les produits français entraient pour 21,3 % dans le chiffre des importations totales de la Belgique et la France absorbait 14,5 % des exportations belges. On voit donc l'importance des relations qu'entretiennent les deux pays et l'on en peut déduire les répercussions que peuvent entraîner sur la balance du commerce des deux Etats les orages cambistes qu'ils subissent l'un ou l'autre. Si une dépréciation continue de l'étalon monétaire en France avait facilité les exportations de ce pays vers la Belgique, il aurait pu en résulter pour la balance

commerciale une cause de déséquilibre qui a été évitée puisque les deux nations ont procédé à peu près concurremment à leur assainissement financier. Il convient par contre de noter que le relèvement du franc français et le rétablissement de la confiance dans l'avenir de notre pays ont peut-être eu pour effet de priver la Belgique des capitaux qui seraient naturellement venus chez elle soit pour y retrouver un refuge, soit pour s'y investir dans un de ces placements avantageux, faciles à trouver dans un pays qui procède à sa restauration monétaire et où les cours de certaines valeurs industrielles ou de certaines catégories de biens immeubles ne se sont pas encore adaptés aux conditions nouvelles.

Quoiqu'il en soit il est nécessaire de retenir que la grève anglaise d'une part, le relèvement du franc français d'autre part ont été pour la stabilisation belge de précieux adjuvants et qu'ils ont puissamment contribué à maintenir la balance commerciale, et par suite la balance des comptes, dans un état d'équilibre suffisamment approché. Ces deux événements sont pour une grande part cause du succès de la stabilisation belge dont nous allons maintenant examiner en détail les conséquences économiques au cours des douze premiers mois. Laissant de côté le mécanisme spécial de cette stabilisation qui n'entre pas dans le sujet de cette étude, nous examinerons successivement en trois parties différentes les conséquences d'ordre financier, industriel et commercial, social. Sans doute cette division sera-t-elle arbitraire. Cependant elle permet de passer en revue

sans trop de confusion les aspects différents du vaste domaine économique en allant des phénomènes les plus simples, les plus facilement chiffrables que sont les résultats financiers, aux phénomènes plus complexes que sont les échanges commerciaux, et aux phénomènes enfin infiniment difficiles à discerner et à interpréter que sont les conséquences sociales.

PREMIÈRE PARTIE

Conséquences Financières

CHAPITRE PREMIER

Le Marché de l'Argent

Opération financière dans sa fin et dans ses moyens une stabilisation monétaire doit produire dans le domaine financier ses premiers fruits et y exercer ses plus immédiates répercussions. En ce qui concerne le but proposé, c'est-à-dire la fixation des changes à un niveau déterminé, il suffit de constater que la stabilisation belge a obtenu un plein et intégral succès (cf. graphique) Le belga s'est maintenu au cours qui lui avait été assigné ou s'il a fait quelques mouvements dans un sens ou dans un autre, ceux-ci sont de faible amplitude et ne dépassent pas les limites marquées par les gold points. On constate, en outre, qu'à l'intérieur de ces étroites limites, le belga a plusieurs fois dépassé la pair. Voici quel a été à Bruxelles pendant la période envisagée

la cours moyen de la monnaie-or par excellence : le dollar.

	En belgas	En p.c. du pair intrinsèque
Octobre 1926		
Novembre 1926	7,1822	99,86
Décembre 1926	7,184945	99,90
Janvier	7,19162	100
Février 1927	7,19191	100
Mars 1927	7,1936	100,02
Avril 1927	7,19319	100,02
Mai 1927	7,196556	100,06
Juin 1927	7,19969	100,11
Juillet 1927	7,19353	100,02
Août 1927	7,18638	99,92
Septembre 1927	7,181	99,85

Si la livre a un moment haussé légèrement (de 10 centimes), c'est que cette monnaie avait gagné une fraction sur le dollar, mais elle est toujours demeurée au-dessous du pair nouveau à Bruxelles, à 174 fr. 70 environ au lieu de 175. Nous verrons plus loin qu'aucune manœuvre n'a été nécessaire pour obtenir ce résultat qui est dû principalement à l'afflux des capitaux étrangers. Mais il est nécessaire d'examiner d'abord quelle a été l'influence des diverses opérations dont l'ensemble constitue la stabilisation monétaire sur le marché de l'argent et sur les différents éléments qui conditionnent son activité, c'est-à-dire la circulation fiduciaire et indirectement l'encaisse or de la banque.

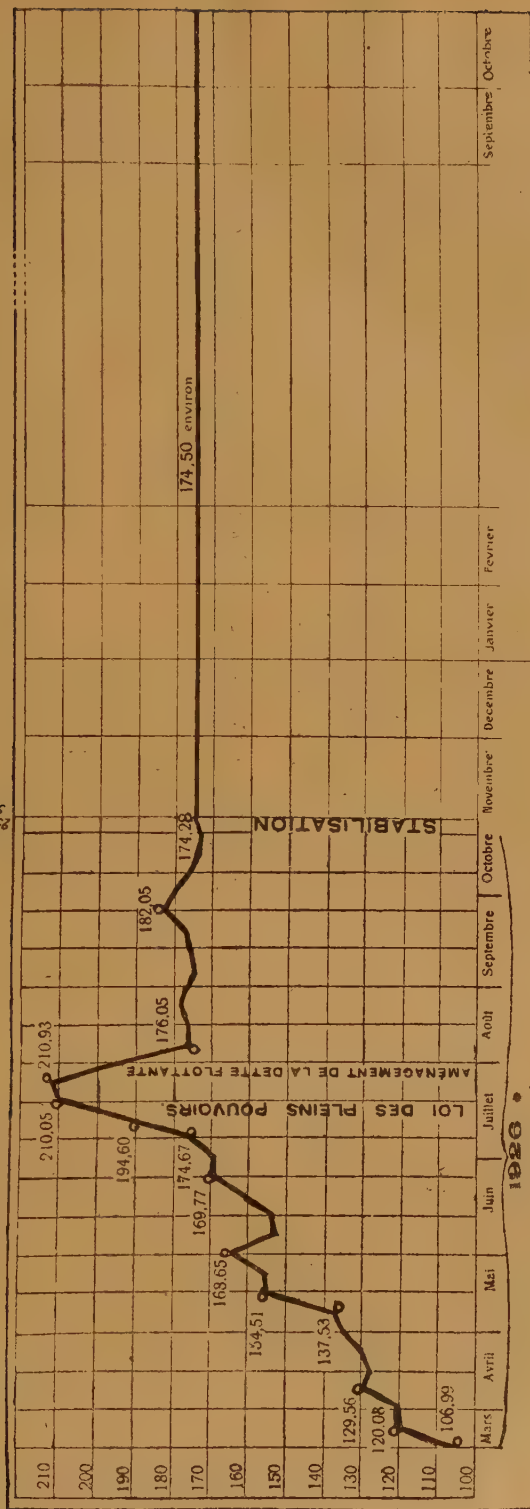
A) Le marché des capitaux. Le taux de l'escompte

Il est, il était plutôt, généralement admis que la stabilisation monétaire s'accompagne d'un resserrement du marché des capitaux et de l'élévation du taux de

EN 1926...

EN 1927

25 Octobre 1926
STABILISATION



l'escompte. En effet cette opération suppose un arrêt de l'inflation fiduciaire ou de l'inflation des crédits. Elle semble par là devoir provoquer une pénurie de moyens de paiements et comme un grippage dans tous les rouages de la vie financière. En Belgique, la crise aurait pu être d'autant plus grave que la consolidation des bons du Trésor avait été décidée. Cette mesure, en dépit des dispositions qui avaient été prises pour venir en aide aux porteurs les plus dignes d'intérêt, pouvait jeter le désarroi dans le marché des capitaux à court terme.

En fait il en a été tout autrement :

« Le marché de l'argent, serré pendant le premier semestre de l'année 1926, constate M. Franck en février 1927 dans son rapport à l'Assemblée générale de la Banque nationale de Belgique, s'est progressivement allégé à partir du mois d'août et la courte période qui a suivi la réforme monétaire s'est écoulée au milieu d'une très grande aisance due à un important afflux de capitaux belges et étrangers.

« A deux reprises, le 12 janvier et le 9 février 1927, l'abondance monétaire et le souci des intérêts de l'industrie et du commerce nous ont déterminé à réduire d'un demi % le taux de l'escompte qui est actuellement de 6 % pour les traites acceptées. Le taux des avances sur fonds publics a été fixé à 7 1/2 % ».

De son côté, M. Fernand Baudhuin dans un des remarquables articles économiques que publie régulièrement *Le XX^e Siècle*, déclarait le 27 mars 1927 : « La Belgique n'a connu jusqu'ici ni crise, ni même resserrement de

crédit. Les situations de la Banque Nationale sont extrêmement satisfaisantes, nous l'avons dit, de même que la tenue du marché de l'argent à l'intérieur. L'afflux des capitaux que nous avons signalé plus haut, nous a mis fort à l'aise; sauf nouvelle crise de confiance il semble que nous ne connaissons plus de ce côté de difficultés sérieuses ».

Il est à remarquer toutefois qu'on a assisté à la fin de février à un léger resserrement du marché des capitaux. L'argent à court terme a renchéri sensiblement. Mais c'était l'effet évident de la souscription à l'augmentation de capital de la Banque Nationale; les demandes ayant été très nombreuses il en est résulté une immobilisation momentanée de quelques 200 millions. D'autre part, ce léger renchérissement du taux de l'argent à court terme, coïncidait avec une hausse des titres en Bourse. On peut donc penser que les possesseurs de capitaux s'étant enhardis avaient consenti à les placer pour plus longtemps d'où la bonne tendance de la Bourse où se font les placements à long terme. L'argent à court terme était moins abondant mais celui à long terme l'était plus. Par la suite, les sommes immobilisées en raison de l'augmentation de capital de la Banque Nationale ont été libérées, la Bourse a marqué une dépression momentanée et le marché des capitaux à court terme a retrouvé toute son aisance. En résumé, au point de vue crédit, la stabilisation n'a entraîné aucune fâcheuse répercussion. Aussi le taux de l'escompte a-t-il pu être depuis le mois d'octobre l'objet de diminutions successives. Ces diminutions sont le meilleur témoignage

Taux de l'escompte « hors banque »						Rendement de la Rente Belge			
Papier		Taux du « Call money »		Taux des dépôts	Taux d'escompte	3 p. c., 2 ^e série	Rest. Nationale	1919, 5 p. c.	net d'impôt
bancable	financier	marché	Compensat.	à vue	Nationale	2 p. c. d'impôts	1919, 5 p. c. net d'impôt		
						Au commencement du mois			
						Cours	Remb.	Cours	Remb.
1923 Octobre .	Cours moyen.	—	—	—	3	7	—	—	—
	— plus haut	6.6875	8.1875	—	3	7	—	—	—
	— plus bas	4.50	5.50	—	3	7	—	—	—
Novembre	— moyen.	4.797125	5.30625	—	3	7	—	—	—
	— plus haut	5	5.75	—	3	7	62.50	5.00	66
	— plus bas	4	4.50	—	3	7	—	—	7.57
Décembre	— moyen.	4.32	4.4946	—	3	7	—	—	—
	— plus haut	4.75	5	3.50	3	7	54.25	5.42	71
	— plus bas	4	4	—	3	7	—	—	7.04
1927 Janvier ..	— moyen.	3.818	4.042	2.29	3	6.69	—	—	—
	— plus haut	4.25	4.50	2.50	3	7	54.50	5.89	74.50
	— plus bas	3.025	3.875	2	3	6.50	—	—	6.71
Février ..	— moyen.	4.224	4.41666	3.224	2	6.16	—	—	—
	— plus haut	4.50	4.75	4.25	2	6.50	59.50	4.94	75
	— plus bas	4.125	4.25	2.50	2	6	—	—	6.67
Mars ...	— moyen.	4.207	4.336	3.168	2	6	—	—	—
	— plus haut	4.25	4.375	4.375	2	6	57.50	5.11	78
	— plus bas	4	4.25	2.50	2	6	—	—	6.41
Avril	— moyen.	4.253	4.897	3.451	2	5.95	—	—	—
	— plus haut	4.375	5.125	4.75	2	6	57	5.16	77.50
	— plus bas	4.125	4.25	2.25	2	5.50	—	—	6.49
Mai	— moyen.	4.25	4.955	4.025	2	5.50	—	—	—
	— plus haut	4.25	5	4.50	2	5.50	57	5.16	80.25
	— plus bas	4.25	4.75	3.50	2	5.50	—	—	6.23
Juin ...	— moyen.	4.15	4.65	1.677	2	5.37	—	—	—
	— plus haut	4.25	4.75	3.50	2	5.50	50.25	5.23	79.25
	— plus bas	3.875	4.375	1	2	5	—	—	6.31
Juillet ...	— moyen.	3.7975	4.3575	2.425	2	5	—	—	—
	— plus haut	4	4.5625	4	2	5	56.50	5.20	78.25
	— plus bas	3.75	4.125	1.50	2	5	—	—	6.39
Août	— moyen.	3.8918	4.3726	3.01	2	5	—	—	—
	— plus haut	4	4.5625	5	2	5	61	4.82	80
	— plus bas	3.84375	4.25	2	2	5	—	—	6.26
Septembre	— moyen.	3.79326	4.375	2.274	2	5	—	—	—
	— plus haut	3.875	4.375	4	2	5	66	4.45	83.40
	— plus bas	3.75	4.375	1.75	2	5	—	—	6
Octobre .	— moyen.	—	—	—	—	—	—	—	—
	— plus haut	—	—	—	—	—	61.75	4.70	80
	— plus bas.	—	—	—	—	—	—	—	6.24

D'après le Moniteur des Intérêts Matériels.

de l'aisance du marché et de l'abondance des capitaux. Elles n'ont d'ailleurs eu, notons-le en passant, que très peu d'influence sur la politique financière du pays¹; la diminution du taux de l'escompte n'a guère de conséquence en ce qui concerne le volume des avances et des escomptes, mais elle entraîne une diminution du prix payé pour les capitaux en banque et stimule l'activité du marché des valeurs.

D'autre part quelques chiffres empruntés au poste des avances sur titres de la Banque Nationale qui est un bon baromètre du marché de l'argent, montreront quel a été à la suite de la stabilisation l'aisance du marché des capitaux. Ces chiffres ne sont pas pris à des fins d'année à cause du gonflement des comptes à cette époque.

Avances sur titres :

5 mars 1925	431	millions
4 mars 1926	583	—
2 septembre 1927	570	—
22 décembre 1927	158	—
10 mars 1927 ⁶	106	—
14 avril 1927	175	—
16 juin 1927	161	—

Converties en francs or les avances ne représentent plus que 24 millions contre 58 à la fin de 1913.

En résumé, le marché des capitaux est demeuré à tout moment abondamment pourvu. Au mois de juin l'argent remboursable à vue que se prêtent les établissements du crédit s'obtenait dans certains cas moyennant l'intérêt dérisoire de 1 % l'an. Encore les demandes

1. « Il est un fait d'expérience : par l'abondance des moyens de paiement, par le perfectionnement plus grand de l'organisation, par l'état instable du crédit, le portefeuille des effets de commerce escomptés aux banques centrales a diminué un peu partout mais surtout dans les pays d'inflation ». Franck, *op. cit.*

étaient-elles peu nombreuses. Comme il est naturel, les périodes de plus grande aisance ont correspondu à un recul sensible du niveau des valeurs en bourse.

Il est intéressant de rechercher quelles sont les raisons qui ont valu à la Belgique de jouir d'une pareille aisance du marché des capitaux dans des circonstances où un resserrement des crédits paraissait probable et s'était d'ailleurs manifesté dans d'autres pays à la suite d'une stabilisation monétaire. La principale de ces raisons comme il a déjà été dit précédemment est l'afflux des capitaux venus du dehors. Cet afflux a été très important. A l'estimation de M. Fernand Baudhuin, il n'était pas arrivé moins de 6 milliards de francs belges dans le Royaume entre la mi-juillet 1926 et la fin de février 1927. Ces entrées de capitaux étrangers ont affectés diverses formes. Notamment les Allemands, les Américains, les Hollandais ont procédé à des achats de titres par quantités considérables à la Bourse de Bruxelles. Grâce à ces importations de capitaux étrangers la balance des comptes de la Belgique est demeurée constamment créditrice et le marché des capitaux constamment approvisionné. Les offres de livres et de dollars l'ont emporté sur les demandes et aucune manœuvre de soutien n'a été nécessaire pour maintenir le franc au cours de stabilisation. Plus tard, à partir du mois de mars, cet afflux s'est ralenti et les rentrées de capitaux ont balancé à peu près les sorties sans que l'aisance du marché soit d'ailleurs amoindrie. La position des banques belges est restée presque toujours pendant la période envisagée nettement créditrice de l'étranger, ce qui indique qu'elles ont effectué des placements en devises.

D'autre part, sous la pression des milieux officiels qu'inquiétait le montant élevé de la dette belge envers l'étranger, les industriels se sont généralement abstenus de recourir à l'emprunt extérieur. Toutefois, la panique très courte qui s'est produite en mai 1927 sur la bourse des valeurs de Berlin a provoqué une évansion partielle de capitaux. En effet, les Allemands avaient immobilisé des sommes considérables par l'achat de titres en Belgique. Ils ont été obligés de faire rentrer ces capitaux en Allemagne mais ce mouvement a été de courte durée et n'a eu ni une ampleur considérable ni des répercussions graves. Il faut noter que les capitaux venus de l'étranger se sont investis en particulier dans les émissions de titres qui, comme on le verra plus loin, ont été très nombreuses au lendemain de la stabilisation. Or ces émissions sont effectuées en règle générale non en vue d'immobilisations nouvelles mais pour assainir la situation des entreprises : celles-ci remboursent aux banques ce qu'elles reçoivent des actionnaires, d'où aisance des crédits. Les trois-quarts environ des émissions représentent des augmentations de capital.

	Disolution de Sociétés	Constitution de Sociétés	Augmentation des capitaux, actions et obligations	Emissions réelles de capitaux
	(1)	(2)	(3)	(2) + (3) — 1
1926 déc.	42.767	99.664	191.839	248.736
1927 janv. ...	22.504	100.809	366.696	445.100
février ..	7.605	87.248	147.775	227.418
mars ...	17.091	48.683	174.480	206.072
avril ...	16.820	177.478	497.626	558.284
mai	24.507	115.898	496.382	577.773
juin	28.990	105.694	175.472	252.176
juillet ...	1.729	210.987	602.175	811.442
août ...	93.260	244.835	199.229	350.704
	265.265	1.191.296	2.851.674	3.777.705

Indépendamment de cet appoint des capitaux étrangers une autre raison, le ralentissement des affaires, a contribué à l'aisance du marché de l'argent. Nous aurons l'occasion d'examiner dans un autre chapitre quelles ont été les causes et l'importance de ce ralentissement mais on peut déjà noter qu'ainsi qu'il fallait s'y attendre, il s'est produit un reflux progressif vers les banques des ressources de crédit mises pendant les années précédentes à la disposition du commerce et de l'industrie et dont ceux-ci n'avaient plus si grand besoin dans une période de dépression, toute relative d'ailleurs.

Il convient de rechercher maintenant si les mêmes phénomènes se sont produits dans le domaine purement monétaire. Les deux compartiments sont étroitement liés. L'expérience de l'histoire financière de nombreuses nations montre en effet que souvent le crédit supplée aux défaillances des moyens de paiement, en sorte que ceux-ci supprimés d'un côté ou seulement limités reparaissent de l'autre rétablissant ainsi, au moins momentanément, un pouvoir d'achat égal à celui que l'on voudrait supprimer. On ne saisira donc bien le jeu des lois financières et psychologiques qui expliquent en Belgique l'aisance du marché de l'argent après la stabilisation qu'après avoir étudié les circonstances monétaires particulières de cette période.

B) La circulation monétaire.

Voici d'abord quels ont été les chiffres de la circulation monétaire en Belgique depuis la création du belga.

Les chiffres cités sont ceux des billets en circulation à la fin de chaque mois d'après la dernière situation hebdomadaire.

1926	octobre	8.766.8
	novembre	8.723.9
	décembre	9.945.6
1927	janvier	9.077.3
	février	9.115.3
	mars	9.368.1
	avril	9.390.9
	mai	9.308.1
	juin	9.531.7
	juillet	9.383
	août	9.631
	septembre	9.981.5

Il faut ajouter au montant de la circulation en billets de la Banque Nationale les billets de 5 et 20 francs circulant pour le compte de la Trésorerie. Il en existe pour 710 ou 720 millions environ. Le montant total de la circulation fiduciaire atteignait donc en septembre 1927 10 milliards et demi environ contre 7 milliards et demi lors de la première stabilisation.

D'autre part si on compare le chiffre de la circulation en septembre 1927 à celui de 1913, en tenant compte d'une part de l'augmentation du nombre des habitants et d'autre part de la dévaluation du franc belge, on arrive à un chiffre de circulation moyenne par tête d'habitant, voisin de celui de 1913 qui était de 181 francs-or par tête d'habitant.

Depuis la date de la deuxième stabilisation, la circulation des billets a à peu près toujours montré tendance à s'accroître. Seul, le chiffre de la circulation à la fin de mai est en régression sur celui du mois précédent,

9308 contre 9390. Cet arrêt ne semble pas résulter d'une manœuvre préméditée et aucune mesure de restriction n'a vraisemblablement été même esquissée mais les facteurs suivants ont dû agir dans le sens d'une diminution de la circulation.

1° La crise boursière qui s'est déclarée à la mi-mai. La Bourse emploie moins de billets puisque le volume des transactions diminue.

2° Un certain mouvement saisonnier qui diminue en mai-juin les besoins de monnaie.

3° Il faut noter aussi le ralentissement marqué de hausse des prix, mais ce facteur n'a pu intervenir que dans une très faible mesure et d'une façon passagère.

En passant, remarquons que parallèlement à la diminution du nombre des billets, le mouvement des chèques postaux s'est ralenti. En mai en dépit de l'augmentation du nombre des affiliés (3000 au mois d'avril) et d'un même nombre de jours ouvrables, au lieu de 3.700.000 inscriptions en avril, on n'en a relevé que 3.500.000; les capitaux mis en mouvement n'accusent qu'un recul insignifiant (19.184 contre 19.204) mais ce recul prend sa signification en ce qu'il contraste avec l'avance continue des mois précédents. Le recul s'accroît en juin avec 18.753. Puis le chiffre remonte à 19.486 en juillet, 19.711 en août, 19.327 en septembre.

Le brusque renversement de la tendance en mai n'a donc été qu'un phénomène passager. Depuis la date de la stabilisation le chiffre de la circulation n'a guère cessé de croître régulièrement et la hausse persistante

des prix explique suffisamment cette inflation; tant que la hausse des prix n'aura pas atteint son terme on peut s'attendre à de nouvelles augmentations du nombre des billets. La circulation fiduciaire s'est mise simplement à la hauteur des besoins et son accroissement est la conséquence naturelle du taux de stabilisation choisi. Les nombreux achats de devises étrangères effectués par la Banque Nationale ont aussi nécessité la création de nouveaux billets de banque. D'ailleurs la garantie des engagements de la Banque Nationale que nous examinerons plus loin est toujours restée extrêmement solide, ce qui écartait en fait toute menace de nouvelles vicissitudes monétaires.

Les seules raisons qui puissent militer en faveur d'une déflation monétaire sont, d'une part les perfectionnements de la technique bancaire, l'usage des chèques postaux, etc., mais il faut remarquer que l'usage des paiements au comptant s'est par contre multiplié au détriment des lettres de changes, traites, etc. ce qui entraîne un besoin plus grand de papier monnaie. D'autre part, on peut penser que le gouvernement belge pourrait un jour essayer de restreindre la circulation de la monnaie, de déclancher par là une crise de crédit en vue de contrarier la hausse du prix de la vie. Mais une telle attitude serait en opposition directe avec la politique financière qui a jusqu'ici triomphé. Elle entraînerait une crise industrielle très grave. Au reste, les prix sont encore en Belgique inférieurs aux prix mondiaux et une intervention susceptible d'entraîner d'aussi graves conséquences pour l'activité économique

ne semblerait pas justifiée. Si une réduction de la circulation se produit il faut penser qu'elle sera la conséquence et non la cause d'une crise économique.

Une autre considération étrangère à la hausse des prix justifie d'ailleurs l'augmentation du chiffre de la circulation fiduciaire depuis la date de la stabilisation. On sait en effet que pour apprécier les besoins monétaires d'un pays, il faut tenir compte non seulement de la quantité de monnaie, mais aussi de sa vitesse de circulation. Cette vitesse est considérable dans une période de dépréciation continue où chacun se hâte d'échanger contre des marchandises, contre des biens réels des billets qui perdent chaque jour un peu de leur valeur. Si tôt que la confiance renaît dans la stabilité des changes cette vitesse de circulation diminue et la thésaurisation soustrait aux besoins du commerce une partie des instruments d'échange. C'est ce qui s'est produit en Belgique dans une proportion d'ailleurs plus faible que dans les pays où la dépréciation monétaire avait été plus accentuée, et cette considération explique dans une assez large mesure qu'il ait été nécessaire d'émettre un supplément de billets de banque depuis la stabilisation bien qu'au moment où cette opération avait été effectuée les directeurs des banques d'émission étrangères, entre autres M. le gouverneur Norman et M. le Dr Schacht avaient marqué de l'appréhension et exprimé la crainte que la circulation belge ne fût trop forte.

Si d'ailleurs la circulation fiduciaire s'est quelque peu accrue, elle n'a pas cessé d'être couverte par une pro-

portion d'or et de devises-or toujours supérieure au minimum prévu. La banque est tenue de maintenir une encaisse or et devises-or sur l'étranger égale à 40 % du montant de ses engagements à vue, dont au minimum 30 % d'or. En fait la couverture des billets s'est toujours tenue aux environs de 60 % et la couverture des engagements à vue (billets et comptes courants) a toujours dépassé depuis 1926 53 %. Quant à l'encaisse-or elle oscillait entre 31 et 32 % des engagements à vue. Par achats successifs elle a été renforcée sans hâte mais avec méthode. Les achats d'or ont été effectués en France d'abord fin octobre pour 900 millions de francs belges. Plus tard des acquisitions ont été opérées en Belgique même et en Amérique. Enfin la Banque Nationale a le privilège de la production des mines d'or congolaises de Kilo-Moto. Au 16 juin 1927, l'encaisse atteignait 3.220 millions après avoir dépassé 3.118 le 10 février et 3.143 le 10 mars. Au 30 juin 1914 l'encaisse n'était que de 334 millions de francs belges de l'époque ce qui correspondrait environ à 2338 francs belges actuels. Même en tenant compte de certaines circonstances telle que l'Union Economique Luxembourgeoise qui rendent la comparaison difficile, la proportion de la réserve métallique à la circulation en billets s'est donc considérablement accrue. Qu'il en résulte une raison de stabilité pour l'étalon monétaire on ne saurait le nier, mais il s'ensuit également pour l'économie nationale une charge plus lourde qu'avant la guerre et cette considération décidera vraisemblablement l'Institut d'émission à maintenir la propor-

tion de circulation gagée aux environs du niveau actuel. Un accroissement considérable de l'encaisse-or ne saurait offrir de sérieux avantages et peut présenter de véritables inconvénients dans un pays relativement pauvre où l'économie doit être tendue jusqu'à l'excès pour acquérir une productivité suffisante à la vie du pays.

La sécurité du système monétaire, la stabilité des changes résident d'ailleurs bien moins dans la présence d'une forte réserve métallique que dans l'équilibre de la balance des comptes et dans la prospérité des finances publiques. Nous allons voir qu'en Belgique le budget a retrouvé une assiette susceptible d'assurer l'aisance de la Trésorerie et de consolider le crédit de l'Etat.

Encaisse à la fin de chaque mois
(dernière situation hebdomad.)

		Or	Traités et dis- positifs or sur l'étranger	Total	Quotité de l'en- caisse par rapport au total des engagements
1926	octobre	2.796,1	2.406,4	5.202,5	52,06
	novembre	3.100,9	2.331,1	5.432	48,30
	décembre	3.101,2	2.234,8	5.336	53,15
1927	janvier	3.108,3	2.114,4	5.222,7	53,24
	février	3.122,3	2.126,3	5.248,6	53,30
	mars	3.164	2.079,6	5.243,6	53,80
	avril	3.172,9	2.153,9	5.326,8	53,50
	mai	3.198	2.162,8	5.360,8	53,72
	juin	3.223,4	2.219,4	5.442,8	54
	juillet	3.230,7	2.220,3	5.451,1	54,45
	août	3.291,2	2.225,3	5.516,5	54,53
	septembre	3.372,1	2.328,7	5.700,8	54,58

CHAPITRE II

Les Finances Publiques

Une période d'une année est bien courte pour qu'on puisse apprécier l'influence de la stabilisation monétaire sur les Finances publiques dont la restauration est une œuvre de longue haleine. Il est cependant intéressant de discerner quels ont été les effets des opérations dont l'ensemble constitue la stabilisation sur l'actif et sur le passif de l'Etat, sur ses ressources, sur ses charges et sur ses dettes.

Contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des pays d'Europe qui ont eu recours à l'inflation l'origine des vicissitudes financières qu'a endurées la Belgique n'est pas due essentiellement au déséquilibre du budget. C'est le remboursement des marks allemands en monnaie nationale décidé dès la fin de l'occupation qui est à l'origine de la maladie monétaire. Les mécomptes des deux dernières années notamment ne provenaient nullement de dettes à court terme et secondairement le financement de travaux productifs qui ont déclenché la crise financière. Cependant les accidents récents avaient déterminé le gouvernement à faire adopter

pour 1927 un budget plus que sain qui se présentait, comme suit à l'ordinaire et à l'extraordinaire.

Recettes, millions de fr. belges	7.926
Dépenses — — — — —	6.533
Boni attribué au fonds d'amortissement	1.393

Le boni s'élevait même à 1663 millions avec l'appoint des recettes de réparations; d'autre part les dépenses ordinaires contenaient déjà plus d'un demi-milliard affecté à l'amortissement régulier de la dette publique. Mais ce budget ainsi prévu a-t-il pu être exécuté? Il faut à cet égard examiner les résultats connus des premiers mois de la stabilisation.

En ce qui concerne les recettes d'abord, on pouvait appréhender les effets de la dépression économique indéniable, ainsi que les conséquences de la péréquation de la supertaxe et de la taxe professionnelle, les conséquences aussi des mesures exonérant les bénéfices fictifs. N'en résulterait-il pas des moins values considérables?

Ces appréhensions dont certaines, on l'a vu, basées sur des raisons étrangères à la stabilisation n'ont pas été confirmées par suite principalement de la modération apportée lors de l'établissement des prévisions.

Le produit escompté de la taxe mobilière frappant les dividendes, par exemple, était basé sur les recettes de 1926 que l'on avait réduites de 15 millions. Or l'examen des bilans publiés montre qu'en 1927 les bénéfices ont été supérieurs à ceux de l'année précédente. Aussi le rendement de la taxe mobilière sera-t-il sans aucun

doute en progression. La taxe professionnelle est basée sur les recettes de 1925 réduites pour tenir compte des exonérations votées. Il n'est pas douteux qu'en francs papiers les bénéfices professionnels ont été en 1926 supérieurs à ceux de 1925. Il apparaît que les plus-values de ces impôts seront importantes, malgré le ralentissement des affaires et couvriront largement le déficit résultant de l'exonération des bénéfices fictifs et de la péréquation fiscale, mesures dont la première se rattache directement à la stabilisation monétaire qui a fait disparaître la fiction légale du franc de 1913 comparable à celui de 1926,

Comme on le verra plus loin, la stabilisation monétaire belge n'a pas été suivie d'une baisse du prix de la vie, comme elle le fut dans les pays où elle a provoqué une crise économique sévère. L'index-number n'a cessé de monter et il en est résulté une augmentation de certaines recettes fiscales. En effet, si les impôts sur le revenu qui devraient par suite des circonstances économiques être d'un moindre rapport ne manifestent leurs mouvements qu'après plusieurs années de retard¹, les impôts dits indirects : taxe de transmission, taxe de luxe, droits de douanes, suivent immédiatement l'Index. Ils représentent en Belgique 4 milliards 1/2 si bien qu'une plus-value de 5 % indiquée par l'Index devrait annoncer une recette supplémentaire de 225 millions. En fait au cours des 8 premiers mois de 1927

1. Le fléchissement qui est déjà sensible pour l'impôt foncier par exemple (54 millions au 30 juin 1926, 5 millions seulement pour la même période de 1927) est tout à fait indépendant de la stabilisation,

les impôts assimilés à l'enregistrement, taxe de transmission y comprise ont eu un rendement sensiblement supérieur aux prévisions.

Voici d'ailleurs les recettes totales d'impôts, par mois, pendant la première année de la stabilisation belge. Pour permettre d'apprécier ces chiffres rappelons que la moyenne mensuelle des recouvrements avait été de 324 millions en 1925 et de 512 millions en 1926.

Novembre 1926	541	millions
Décembre	608	—
Janvier	640	—
Février	576	—
Mars	645	—
Avril	629	—
Mai	642	—
Juin	686	—
Juillet	604	—
Août	655	—
Septembre	629	—
Octobre		

Le recul enregistré en février n'est qu'apparent. Il provient de ce que les recettes de février étaient gonflées par des rentrées de fin de trimestre; en outre février compte deux jours ouvrables en moins. Sur la base des recettes qu'on vient de citer la plus-value des impôts serait de quelques 500 millions pour l'année mais elle sera plus considérable encore. Les droits de succession perçus en mars, par exemple, se rapportent à des héritages évalués au cours de juillet 1926. Depuis lors les actions ont presque doublées en bourse, ce qui augmentera proportionnellement la valeur des successions et des droits. En ce qui concerne les droits de douane, la moyenne des droits de trois derniers mois

de 1926 avait donné 66 millions et le budget prévoyait 68 millions, ce qui paraissait quelque peu audacieux. Or mars a donné 79 millions, et avril 73; pour les raisons indiquées plus haut on peut donc dire qu'il n'y avait pas diminution. Mai a donné 71 millions et juin 78 millions. Le total des 10 premiers mois de 1927 atteint 767 millions contre 593 millions pour la même période de 1926. Les importations de luxe qui sont pratiquement les seules taxées sont en voie de diminution mais les droits ont été à plusieurs reprises relevés et la valeur moyenne des marchandises importées est en hausse.

Mais si la hausse de l'index accroît les recettes de l'Etat elle augmente aussi ses dépenses. L'analyse du budget montre que cette hausse aura de l'influence sur des crédits dont le total atteint environ 3 1/4 milliards. Les autres crédits qui concernent le service de la dette et les ristournes aux provinces et communes sont indifférents à la hausse des prix.

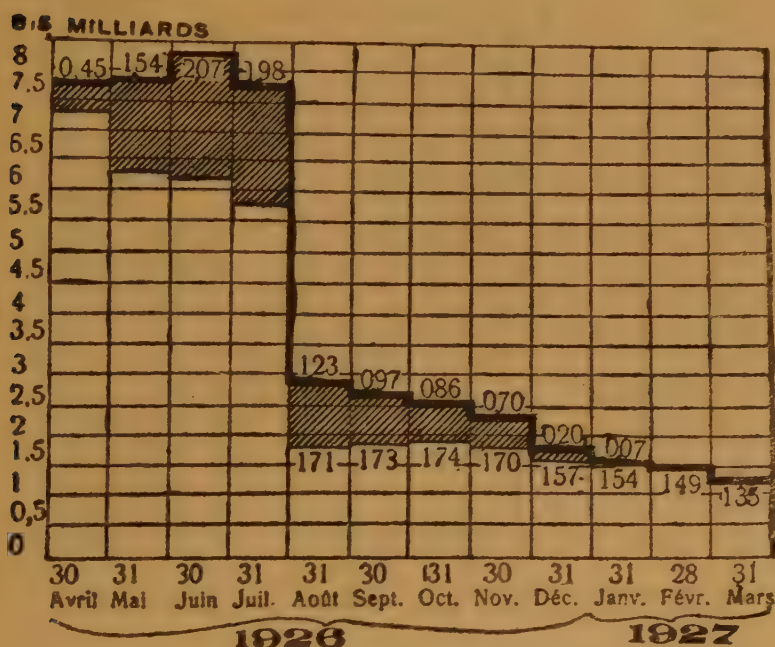
Au total il ne semble donc pas que la stabilisation ait influé d'une façon décisive sur l'équilibre du budget dans un sens ou dans un autre. Par contre si on considère les conséquences de la stabilisation et des mesures qui s'y rattachent non plus sous le point de vue budgétaire mais sous celui plus général du Crédit de l'Etat la situation paraît comme transformée tant l'amélioration est notable. La création du fonds d'amortissement de la dette publique, la consolidation surtout de la dette flottante et l'échange des bons du Trésor contre les actions de la Société nationale des Chemins de

fer ont écarté toutes les craintes que pouvait faire naître l'existence d'une dette à courte échéance dont le Trésor n'aurait pu effectuer un remboursement brusqué sans émettre de nouveaux billets et retomber dans l'inflation non gagée. Le fond d'amortissement a fonctionné normalement et le total des recettes qu'il a effectuées pendant sa première année d'exercice du 1^{er} juillet 1926 au 30 juin 1927, atteint 2.618.571. 646 francs belges dont 1.600.000.000 de dotations extraordinaires prévue pour 4 ans. Avec ces sommes le fonds a pu amortir, outre les amortissements ordinaires, pour 2 milliards 136. 435. 196, 21 de bons du Trésor à titre extraordinaire. Ce total se décompose en 519. 464.000 francs de bons intérieurs et 1. 616. 971.000 francs de bons extérieurs. Il en résulte pour le Trésor une économie dans le service des intérêts, économie qu'on peut évaluer nette à 84 millions en déduisant des 128 millions d'intérêts servis pour ces bons, les 44 millions que sert le Trésor pour les 727 millions d'actions de chemins de fer dont il a reçu pour ses fins propres le produit.

Voici d'ailleurs un tableau indiquant quel a été depuis avril 1926 le mouvement de la dette flottante en Belgique. Les parties hachurées représentent la dette flottante extérieure. On sait que cette dette est due principalement au premier plan de stabilisation.

Il n'y a pas lieu de parler dans cette étude de la dette consolidée qui n'est pas de nature à compromettre le succès de la réforme monétaire et qui n'a subi du fait de cette réforme aucune modification. Elle constitue cependant un faix très lourd et la place que son ser

vice occupe dans le budget des dépenses atteint 50 % environ. Or, si la situation des Finances Publiques belges n'éveille actuellement aucune appréhension, l'avenir se présente sous un jour moins rassurant. Nous verrons en effet que l'activité économique semble se



Le pair du 21 mai d'après des chiffres
fournis par le Ministère des Finances

ralentir et qu'une période de dépression peut-être de longue durée est à redouter. Dans ce cas, on peut se demander si le pays qui semble avoir atteint l'extrême limite de sa capacité contributive, supportera longtemps un tel effort fiscal. Des dégrèvements s'ils devaient être opérés pourraient compromettre l'équili-

Tableau des modifications subies par la Dette publique du 31 octobre 1926 au 31 septembre 1927.

I. — DETTE INTERIEURE

<i>Nature des dettes</i>	<i>Situation.</i>			<i>Diminutions.</i>
	31 oct. 1926	30 sept. 1927	Augmentations	
A) Consolidée	22.032.000.000	22.346.000.000	314.000.000	
B) Flottante	5.215.000.000	4.180.000.000		1.035.000.000
Totaux	27.247.000.000	26.526.000.000	314.000.000	1.035.000.000
		Diminution	721.000.000	

1. Non compris les avoirs des particuliers en comptes-chèques postaux.

II. — DETTE EXTERIEURE

<i>Dette</i>	<i>Situation.</i>		<i>Balance</i>	
	au 31 oct. 1926	30 sept. 1927	Augmentations	Diminutions
Consolidée	28.897.586.000	26.577.469.000		320.117.000
Flottante	1.019.694.000	162.531.000		857.163.000
Totaux f. b.	29.917.280.000	27.740.000.000		1.177.280.000
		Diminution	1.177.280.000	

bre des budgets et prolonger les difficultés financières. La Belgique a cependant particulièrement besoin de conserver son crédit intact. Il est probable en effet, qu'elle devra y recourir d'ici peu. La nécessité de compléter son équipement économique et celui de sa colonie, le soin de mener à bien les immenses travaux dont elle s'est tracé le plan la contraindront de se procurer des capitaux par la voie des emprunts.

A l'heure actuelle, en tout cas, le Crédit de l'Etat se consolide et la meilleure preuve en est dans le relèvement des cours des fonds publics que nous allons constater en étudiant les Finances privées et la Bourse.

CHAPITRE III

Les Finances Privées. — La Bourse.

Il est assez difficile de déterminer quelles ont été les conséquences de la stabilisation monétaire sur la fortune des particuliers. La véritable réponse à cette question résulte de l'examen de l'activité économique pendant la période envisagée, activité d'où dépendent dans une grande mesure les bénéfices industriels et commerciaux, et de de l'examen d'autre part des fluctuations de l'index-number, c'est-à-dire des variations du pouvoir de l'achat de la monnaie.

Ce que nous voulons examiner ici, c'est d'abord l'influence de la stabilisation sur la tenue de la Bourse des valeurs. Nous aurons l'occasion se rappeler à ce propos quelques-unes des remarques déjà faites au premier chapitre. Nous verrons aussi que le développement de l'Épargne permet de tirer quelques conclusions relatives à la restauration des finances privées.

M. Hayois, dans un article très documenté paru dans le *Moniteur Officiel* du 1^{er} - 2 mai, et auquel nous empruntons quelques-uns des chiffres qui vont suivre, déclarait : « La tâche est délicate de devoir com-

inenter des mouvements boursiers en des circonstances comme celles où évolue en ce moment la Bourse. La stabilisation monétaire, bouleversant les conceptions anciennes sur lesquelles se basaient les échanges de valeurs mobilières, a eu deux conséquences économiques principales, susceptibles de retentir sur la spéculation. Tout d'abord la réadaptation aux conditions monétaires nouvelles et ensuite l'afflux des capitaux ramenés dans le pays par le retour de confiance ».

On ne saurait mieux définir les deux raisons essentielles qui ont contribué à donner aux mouvements boursiers de la période qui suit la stabilisation un caractère désordonné. D'une part la dépréciation de la monnaie avec toutes les conséquences qu'elle comporte a jeté le plus complet désarroi dans la comptabilité des entreprises et empêché de saisir la véritable signification des résultats qu'elles font connaître, des écritures qu'elles publient, d'autre part sous l'influence des paniques nées de la crise des changes, des opérations précipitées, ventes ou achats, ont été faites dans des moments d'affolement. Le subit afflux des capitaux à la suite de la stabilisation est venu aggraver le déséquilibre : « Il s'est produit ce fait extraordinaire, dit M. Hayois dans l'article déjà cité, que, par suite de la lenteur inévitable du réemboîtement des éléments constitutifs des valeurs réelles, les détenteurs de capitaux surabondants se sont trouvés dans la plus grande perplexité quant au placement judicieux de leur avoir. » Comme toujours, en pareil cas, les achats ont été opérés très rapidement, un peu au jugé, suivant des engoue-

mments passagers, en sorte qu'il s'est assurément produit pour certaines catégories de titres des hausses non moins inexplicables que le délaissement où demeuraient d'autres sortes de valeurs.

Voici quels étaient d'après M. Hayois, en date du 1^{er} mai 1927, les écarts enregistrés depuis le 1^{er} novembre 1926, c'est-à-dire après six mois de fixité monétaire :

<i>En plus</i>	Différences p. c.
Trust tramways et électricité :	149,16
Chemins de fer	100
Tramways	92,93
Electricité	69,36
Entreprises immobilières	50,37
Coloniales	43,80
Banques	35,05
Chimiques	33,25
Eaux	25,12
Alimentation	23,07
Textiles	19,98
Diverses	19,25
Sucreries	18,91
Zincs	11,44
Pétroles	8,76
Constructions	3,49
Métallurgie	0,51
<i>En moins :</i>	
Verreries	4,15
Fours à cokes	4,94
Glaceries	18,81
Charbonnages	20,25

M. Hayois a d'ailleurs relevé les différences de cours par trimestre et il obtient les résultats suivants dont l'intérêt est très grand parce que la période considérée est divisée en deux parties où se révèlent des tendances, pour certaines catégories de titres, différentes.

Hausse (+) ou baisse (—)

	Du 1 ^{er} novembre 1926 au 1 ^{er} février 1927			Du 1 ^{er} février 1927 au 1 ^{er} mai 1927		
	Points	P. C.		Points	P. C.	
Fonds de l'Etat	+ 9,86	+ 13,96		— 2,93	3,65	
Obligations	+ 6,83	+ 6,29		— 8,94	— 7,75	
Banques	+ 3,22	+ 17,82		— 35,51	+ 15,00	
Entr. immobil.	+ 36,54	+ 7,26		+ 216,97	+ 40,19	
Chem. de fer	+ 66,18	+ 31,32		+ 145,04	+ 52,27	
Tramways	+ 186,7	+ 58,02		+ 112,38	+ 22,10	
Trusts	+ 349,16	+ 50,63		+ 679,41	+ 65,41	
Electricité	+ 114,9	+ 33,66		+ 121,90	+ 26,71	
Métallurgie	— 33,74	— 10,52		+ 24,90	+ 12,32	
Fours à coke	— 8,49	— 1,24		— 25,36	3,75	
Charbonnages	— 45,07	— 18,75		— 3,60	— 1,85	
Zincs et mines	— 18,86	+ 8,55		+ 6,38	+ 2,66	
Glaceries	— 119,35	— 13,5		— 46,67	— 6,12	
Verreries	+ 4,32	+ 4,73		— 8,11	— 8,48	
Eaux	+ 9,65	— 4,65		+ 52,53	+ 19,56	
Construction	— 3,73	— 2,72		+ 8,52	— 6,38	
Textiles	+ 28,58	+ 7,18		+ 51,01	+ 11,95	
Chimiques	+ 12,46	+ 10,48		+ 27,07	+ 20,61	
Coloniales	+ 50,91	+ 6,42		+ 296,15	+ 35,11	
Alimentation	+ 32,11	+ 8,30		+ 57,21	+ 13,63	
Diverses	+ 17,90	+ 6,61		+ 34,26	+ 11,86	
Pétroles	+ 5,43	+ 7,40		+ 1,00	+ 1,27	
Sucreries	+ 30,42	+ 22,22		— 4,50	— 2,71	
Moy. générale	+ 20,	+ 8,09		+ 76,05	+ 23,06	
Moy. obligations	+ 10,34	+ 10,50		— 7,64	— 7,09	
Moy. actions	+ 27,34	+ 8,53		+ 83,27	+ 23,93	

La première réflexion qu'attire ce tableau est qu'il est vraiment extraordinaire de voir les fonds à revenu fixe subir une baisse au cours d'un trimestre (1 février 1927 - 1^{er} mai 1927) où le recul du taux du loyer de l'argent tend par simple comparaison à accroître l'intérêt que présente le rendement de la plupart de ces titres; au cours d'un trimestre d'autre part où le succès de la réforme monétaire en s'avérant ne pouvait que renforcer le crédit de l'Etat. Enfin troisième rai-

son en faveur d'une hausse des titres à revenu fixe pendant cette période, le ralentissement des affaires aurait dû conférer un particulier attrait aux placements susceptibles de procurer un revenu assuré contre toute diminution.

Il semble qu'il faille attribuer principalement le recul des fonds d'Etat et la baisse de leurs cours à l'esprit de spéculation qui s'est emparé de tous les détenteurs de capitaux. Ceux-ci ont été frappés de la hausse très rapide de certaines valeurs industrielles au cours du premier trimestre de la stabilisation. Ces plus-values ont tenté une foule de gens qui ne se sont préoccupés en aucune façon ni de la valeur intrinsèque des titres, ni de leur rendement probable et la faveur du public se concentra sur quelques rubriques où les titres furent aspirés sans arrêt. Les trusts d'électricité et les valeurs coloniales ont particulièrement été demandés.

La baisse des charbonnages n'a rien qui doive surprendre. Ces valeurs avaient joui d'une faveur remarquable pendant la période de grève anglaise et cette faveur devait disparaître avec la cause qui l'avait fait naître. Nous verrons plus loin que la situation des charbonnages belges n'a pas été particulièrement brillante pendant les mois qui suivirent la stabilisation.

Les cours des valeurs métallurgiques qui s'étaient effrités pendant le premier trimestre ont repris par la suite tout ce qu'ils avaient perdu; de même pour les industries de la construction. C'est l'effet sans doute de la constitution du Cartel de l'acier et des achats très considérables effectués de l'étranger où l'on s'est vite aperçu

que la stabilisation n'avait pas eu sur la marche de ces industries les effets fâcheux qui étaient généralement attendus.

Dans leur ensemble, les valeurs industrielles ont marqué des plus-values considérables qui, quelle que soit la sous-évaluation où étaient tenues ces mêmes valeurs au milieu de 1926, semblent manifestement exagérées. Les hausses d'ailleurs ne sont pas uniquement dues à des rectifications de la dépréciation monétaire. La valeur or de certaines catégories d'actions a en effet beaucoup monté ainsi qu'en fait foi le tableau suivant :

Valeur or des index

	Au 1 ^{er} avril 1926	Au 1 ^{er} mai 1927	Hausse
Banques	19,52	3,27	19,75
Entreprises immobilières	71,70	109,05	37,35
Chemins de fer	71,44	60,38	33,94
Tramways	37,76	89,48	51,72
Tramways et électricité	80,31	247,59	167,28
Electricité	36,67	3,33	46,66
Sidérurgie	20,52	32,69	12,17
Fours à coke	87,56	93,88	6,32
Charbonnages	24,49	27,63	3,14
Zincs et mines	25,75	35,44	9,68
Glaceries	111,48	103,30	7,18
Verreries	10,39	12,61	2,22
Eaux	2477	37,46	12,69
Constructions	17,56	20,47	2,91
Textiles	47,14	68,36	21,22
Chimiques	13,68	22,83	9,15
Coloniales	86,91	164,22	77,31
Alimentation	48	68,47	20,47
Diverses	33,74	46,55	12,81
Pétrole	9,70	11,50	1,80
Sucreries	12,88	23,46	10,58
Moyenne générale action	37,39	62,13	24,74
Cours du dollar	38,10	35,96	2,14

Il semble que des exagérations inévitables dans des temps où les vicissitudes monétaires ont profondément troublé toutes les notions de valeur et toutes les habitudes financières, se sont produites en Bourse pendant les premiers mois de la stabilisation. Bien des rectifications devront être opérées avant que ne s'établisse un équilibre durable. Mais cette mise au point ne pourra être que le résultat d'une lente évolution.

La hausse des cours des valeurs a paru à beaucoup trop rapide et trop anormale pour n'être pas suivie d'une crise générale par réaction. Au milieu de mai déjà une dépression assez sensible s'est produite. Mais elle est restée sans lendemain et les cours se sont rapidement relevés pour le plus grand nombre de rubriques. Peut-être cette reprise est-elle un peu factice. Il semble en effet que les établissements de crédit qui avaient à écouler une assez grande quantité de titres provenant de nouvelles émissions, très nombreuses comme nous l'avons déjà dit — elles ont dépassé deux milliards pour les cinq premiers mois — ont fait les plus grands efforts pour inspirer à la Bourse de meilleures dispositions qui permettent le classement aisé des titres dans le public. Les banques ont notamment accordé de plus grandes facilités pour les avances et elles ont pesé sur l'Institut d'émission pour que le taux de l'escompte fût abaissé. La reprise des cours qui s'est produite en juin semble donc être en partie l'œuvre de professionnels assez mal suivis par la grande masse du public. Cependant sur la fin de l'été, la Bourse s'est à nouveau sensiblement améliorée.

Il faut d'ailleurs convenir que la hausse des cours de certaines actions semble anormale quand on la compare à la modicité du revenu de ces titres. A un moment donné cependant, nécessairement le taux de capitalisation devra être pris en considération par les acheteurs et certains dividendes paraîtront bien faibles pour justifier d'un cours élevé. Actuellement, une grande partie du public a été abusée par des calculs plus ou moins approchés de valeur-or. De bien grossières erreurs ont été commises à ce sujet et l'on a trop souvent oublié que des capitaux investis dans des entreprises démodées ou en surnombre doivent être considérés comme partiellement perdus. Au lieu de cela, on leur a souvent attribué la valeur-or des capitaux qui avaient été consacrés à leur construction, à leur achat. Souvent aussi on n'a pas tenu compte des profondes modifications que les législations fiscales et ouvrières avaient apportées à la situation financière des entreprises.

Les réglementations qui ont été adoptées par le gouvernement pour permettre aux sociétés de rectifier leur bilan conformément aux conditions monétaires nouvelles sans être soumises à des prélèvements fiscaux injustifiés dissiperont à cet égard bien des illusions et permettront de mieux mesurer la largesse avec laquelle les industries peuvent rémunérer les capitaux qu'elles emploient.

Quoiqu'il en soit, en Belgique comme dans tous les pays qui sont passés par des phases analogues, la stabilisation a eu pour conséquence la hausse de la plupart des valeurs industrielles. Il ne faut pas voir là

seulement le fait d'une réadaptation des cours au pouvoir d'achat nouveau de l'étalon monétaire. La hausse est également le fait du renouveau de l'esprit d'épargne, et du retour du public vers les placements à long terme.

Le renouveau de l'esprit d'épargne, voici en définitive la grande conséquence financière de la stabilisation monétaire. L'individu à la suite de l'Etat, déchirant le voile d'illusions que faisait naître l'inflation, abandonne ses errements, proportionne désormais ses dépenses aux ressources et fait à l'épargne la place qu'elle doit occuper dans une société prévoyante.

Cette influence de la réforme des finances sur l'épargne s'est fait immédiatement sentir avec une force remarquable. Le meilleur exemple en est dans les mouvements de capitaux de la Caisse Nationale d'Epargne. Les versements avaient beaucoup diminué après la crise du début de 1926. En juillet l'excédent des remboursements sur les versements était de plus de 55 millions de francs. En août cet excédent était encore de près de 39 millions. Aussitôt la stabilisation un mouvement s'opère. A partir d'octobre la progression des versements est marquante. Les chiffres suivants qui concernent uniquement les opérations effectuées sur livrets, à l'exclusion des versements effectués pour d'autres objets que l'épargne l'indiquent à suffisance :

<i>Mois</i>	Excédent des versements sur les remboursements
1926 octobre	22.902.213
1927 novembre	48.691.713
1926 décembre	57.422.015
1927 janvier	83.554.017

et le mouvement aussi commencé ne s'arrête pas par la suite.

De ce rapide exposé des conséquences strictement financières de la stabilisation se dégage nettement l'impression que celle-ci dans ce domaine, s'est opérée sans heurts, sans efforts apparents, sans s'accompagner des difficultés, des crises de crédit surtout, dont il avait fallu d'ailleurs supporter le faix. Cherchons de suite à dégager les raisons de ce succès facile, presque inespéré. Il semble qu'on puisse distinguer des raisons en quelque sorte internes résultant de la conjoncture proprement belge, et d'autres externes parce que provenant de la situation générale de l'Europe.

Raisons internes d'abord : la Belgique n'avait pas été dans la voie de la dépréciation monétaire aussi loin que d'autres Etats inflationnistes. La monnaie, bien que son pouvoir d'achat ait subi une sensible diminution, avait conservé aux yeux de la population un prestige suffisant pour qu'elle ait toujours pu assurer dans des conditions normales son rôle de moyen de paiement et d'étalon des valeurs. Il y a là une différence fondamentale avec les pays comme l'Allemagne où le billet de banque avait perdu toute espèce de valeur et avait été pratiquement remplacé dans ses fonctions par des devises appréciées, ce qui avait jeté dans les habitudes financières un complet désarroi. En Belgique il n'y a pas eu si l'on peut dire, de rupture de continuité et la maladie monétaire n'ayant pas été jusqu'à l'état de crise aiguë, aucun organe n'ayant été profondément lésé, la convalescence a été de courte durée, le traitement d'une application aisée. D'autre part il n'y a pas eu en Belgique déflation. Le choix du taux

de stabilisation de 175 fr. belges pour une livre, taux relativement bas, permettait, sans diminuer le nombre de billets en circulation, d'obtenir une circulation normale, comparable en or à celle d'avant-guerre. Il n'y a donc pas eu un resserrement monétaire ce qui aurait pu nuire à l'aisance du marché de l'argent.

Raisons externes aussi : la Belgique tard venue dans la voie des réformes monétaires a bénéficié de l'expérience et de l'appui de ses voisins. En particulier l'afflux des capitaux étrangers qui a été un précieux adjuvant est en grande partie dû à la crise économique qui sévissait dans l'Europe centrale et provoquait une pénurie de placements avantageux pour les fonds disponibles. Les conditions de l'argent aux Etats-Unis étaient également favorables à un exode des capitaux vers la Belgique. D'autre part, le redressement du franc français a été pour la Belgique une heureuse coïncidence. Mais c'est principalement dans le domaine industriel et commercial que les circonstances ont favorisé le succès de la stabilisation belge. Nous allons voir, en pénétrant maintenant dans ce domaine et en étudiant les mouvements du commerce extérieur que le retour à la monnaie saine n'a pas provoqué en Belgique des crises aussi graves que dans d'autres Etats chez lesquels à une brillant mais temporaire prospérité, avait succédé, par la suite une période de profonde dépression. Un ralentissement assez marqué des affaires s'est cependant fait sentir dans le royaume ce qui n'a d'ailleurs pas manqué de contribuer pour une large part à l'aisance

du marché financier. En effet, la diminution des transactions, l'affaiblissement de l'esprit d'entreprise entraînent une moindre demande de crédits et diminuent les besoins de monnaie. Et la stabilisation si elle encourage l'esprit d'épargne porte plutôt à la prudence et tend ainsi à endormir l'esprit d'entreprise qu'avait stimulé l'inflation.

DEUXIÈME PARTIE

Conséquences de la stabilisation sur l'activité de l'industrie et du commerce belges.

CHAPITRE PREMIER

Les industries belges après la stabilisation.

« Il faut, écrivait, le 2 avril 1927, M. Ansiaux dans le *Neptune* où il a consacré aux conséquences de la stabilisation belge une suite d'articles intéressants, quand on envisage la crise industrielle, dégager les causes étrangères à la stabilisation et celles qui lui sont propres.

« Jusqu'en janvier, la situation de notre industrie est restée bonne. La fin de la grève anglaise a causé la première perturbation : crise charbonnière et sidérurgique. On estime ce ralentissement de 50 à 60 millions.

« Ces difficultés brusques n'ont donc rien à voir avec la stabilisation. Nous n'en sommes pas encore arrivés à celles qui en procèdent véritablement. Celles-ci doi-

vent résulter, en ordre principal, du fait que les prix intérieurs et les frais de production haussent alors que les prix de vente à l'étranger restent sensiblement les mêmes. La disparition de la prime à l'exportation raréfiant nos chances de concurrence nous devons fatalement nous trouver devant la crise; et nous nous y trouvons.

« Si la France y est arrivée plus vite que nous, c'est qu'elle a stabilisé plus haut et que la marge fut pour elle moins considérable entre ses prix intérieurs et les prix or. Nous aurons bientôt quant à nous épuisé cette marge, et nous n'avons pas à nous dissimuler qu'à ce moment-là nous nous trouverons devant les plus grandes difficultés économiques. Le moment sera dur pour toutes les industries mais fatal pour celles qui ne sont nées que de l'inflation ».

Ces quelques lignes résument trop excellemment la situation de l'industrie et du commerce belges pendant la période envisagée pour que nous ayons omis de les placer en tête de la seconde partie de cette étude. L'examen auquel nous allons nous livrer de la situation des principales branches de l'activité économique confirmera pleinement ce jugement d'ensemble; nous aurons d'ailleurs l'occasion de revenir sur l'influence qu'a pu exercer en cette matière le choix du taux de stabilisation; elle contribue à donner à l'évolution de la crise industrielle son caractère propre.

Dans la revue rapide que nous allons entreprendre, nous ferons une plus large part aux industries dites lourdes en raison d'abord de leur importance, en raison

aussi des renseignements particulièrement précis que publie la *Revue du travail* sur leur activité.

Charbonnages.

Comme nous l'avons déjà signalé le marché charbonnier belge a été fortement influencé par la grande grève anglaise qui dura de mai à novembre 1926. C'est à cette cause accidentelle et non à la stabilisation encore trop proche pour avoir fait sentir ses effets qu'il faut attribuer la production record de 1926, 2.376.000 tonnes dépassant de 66.000 tonnes le maximum précédemment atteint et de 473.000 tonnes la moyenne de 1913. A partir de janvier les chiffres d'extraction vont en diminuant dans une faible mesure d'ailleurs, mais chose infiniment plus grave les stocks s'accroissent dans d'énormes proportions comme le montre le tableau ci-dessous.

	Production (tonnes)	Stocks (tonnes)
Moyenne mens. 1913	1.903.000	956.000 fin 1913
— 1925	1.928.000	1.860.000 juin 1925 max.
Octobre 1926	2.274.000	117.340
Novembre 1926	2.310.270	115.680
Décembre 1926	2.376.480	168.590
Janvier 1927	2.345.740	350.410
Février 1927	2.251.330	705.560
Mars 1927	2.477.400	1.104.100
Avril	2.280.350	1.275.020
Septembre	2.278.000	1.536.000

On constate d'autre part que le nombre des mineurs employés est toujours très élevé. Il atteint 173.606 hommes en septembre contre 179.000 en février et

174.000 en janvier, alors que la moyenne mensuelle pour 1926 est de 160.022. Les frais fixes incompressibles étant particulièrement élevés les industriels ont craint en réduisant l'extraction d'augmenter leur prix de revient et ils préférèrent laisser s'accumuler les stocks. Alors que dans d'autres branches d'activité industrielle les dirigeants redoutant les conséquences de la réforme monétaire, limitent leur chiffre d'affaires de façon à offrir en quelque sorte moins de prise à la crise, ici, au contraire, on force la production afin d'obtenir un prix de revient à l'unité moindre. Etant données les conditions de travail de la plupart des grandes industries modernes où l'outillage joue un rôle de plus en plus considérable, c'est une ligne de conduite à laquelle il est difficile de ne pas se conformer en l'absence d'accords internationaux qui limitent la concurrence.

Quoi qu'il en soit, la situation des charbonnages belges est allée en empirant au cours de 1927. Dès le mois de juillet, M. Fernand Baudhuin écrivait dans le *XX^e siècle* : « L'industrie charbonnière est dans une situation précaire, cependant moins mauvaise qu'on ne devait le prévoir. Elle profite de la lenteur que met l'index à monter. Dès le début de 1926 ses frais de production ont haussé de 50 pour cent, alors que la livre a haussé de 63 pour cent. D'après les mercuriales, les prix des charbons industriels étaient au 1^{er} juin en moyenne de 73 pour cent au-dessus des prix du début de 1926, les charbons domestiques après une hausse récente 56 pour cent au-dessus. Les charbons pour les chemins de fer belges payés 84 fr. la tonne au début de

1926 viennent d'être adjugés à 140 fr., c'est-à-dire avec une hausse de 67 pour cent.

« Comme la livre n'a monté que de 63 pour cent, il apparaît donc que pour les charbons industriels et les combustibles des chemins de fer les charbonnages vendent maintenant plus cher en or qu'il y a un an ».

Il convient de faire remarquer que la situation défavorisée de la catégorie charbon domestique provient vraisemblablement de la restriction de la consommation intérieure suite de la stabilisation. Mais d'une façon générale, les événements monétaires semblent avoir eu peu d'influence sur l'activité de l'industrie charbonnière belge dont les principales difficultés proviennent de la concurrence des industries étrangères plus favorisées par les conditions techniques d'exploitation. La production journalière par ouvrier occupé est extrêmement faible en Belgique. Elle témoigne d'abord d'une régression contenue ainsi que l'indique le tableau suivant :

Moyenne 1913	525	kgr. d'extraction journalière par ouvrier			
Novembr. 1926	542		—	—	—
Février 1927	523		—	—	—
Mai 1927	513		—	—	—
Sept. 1927	508		—	—	—

Cette diminution durendement de l'ouvrier n'a d'ailleurs rien d'anormal. Elle se produit régulièrement en cas de chômage partiel ou quand il existe des menaces de chômage. Mais le chiffre de 508 kgr. prend toute sa signification quand on sait que dans les bons charbonnages d'Europe la moyenne d'extraction par ouvrier atteint souvent plus du double.

Il ne faut donc pas attribuer uniquement à la stabilisation la responsabilité de la situation véritablement critique où se débat l'industrie charbonnière belge. Cependant on ne saurait nier l'influence des charges fiscales excessives ni celles de l'élévation des salaires qui, comme nous le verrons, a été notable au lendemain de la réforme monétaire. Les prix de revient du charbon belge se sont donc progressivement accrus alors que ceux de la concurrence anglaise, par exemple, diminuaient, ce qui a permis à cette dernière d'abaisser ses prix de vente. Ceux-ci étaient dès avril 1927, l'anthracite excepté, au-dessous des prix correspondant du début de la grève anglaise, prix exceptionnellement bas cependant.

Dès les premiers pas de notre incursion dans le domaine économique, nous constatons que la stabilisation s'accompagne d'une hausse des salaires, alors que les prix de vente exprimés en francs belges sur les marchés extérieurs ne peuvent plus subir d'augmentation correspondante. Première et essentielle différence avec la France qui a stabilisé à un point où la courbe des changes rencontrait celle des salaires. Selon l'expression si juste de M. Gustave Leo-Girard, président adjoint du Comité central industriel en Belgique, la stabilisation des prix de vente ne s'est pas accompagnée d'une stabilisation des prix de revient.

Industrie métallurgique.

La grève anglaise n'a pas seulement contribué à la prospérité temporaire de l'industrie charbonnière belge,

elle a aussi exercé une heureuse influence sur l'activité de l'industrie métallurgique. Voici quelques chiffres caractéristiques qui concernent la grosse sidérurgie :

	Nombre de Hauts-four- neaux en activité	Production de fonte	Production d'acier brut
Moy. mens. 1913	54	207.058	200.398
Moy. mens. 1925	42	211.786	195.321
1926 octobre	55	319.590	308.700
1926 novembre	56	309.520	302.740
décembre	56	328.570	319.870
1927 janvier	55	316.430	305.450
février	55	292.620	287.530
mars	55	314.340	306.590
avril	54	309.920	293.250
mai	54	318.790	311.450
juin	54	202.010	291.930
juillet	55	319.650	306.500
août	55	316.690	317.110
septembre	45	308.800	280.940

La fin de la grève anglaise coïncidant avec la formation du Cartel de l'Acier qui fixe pour la Belgique une part de production de 270.000 tonnes par mois, — chiffre au-dessus duquel elle est obligée de verser une indemnité à la caisse du Cartel, — entraîne en février une diminution assez sensible de la production de l'acier. Cependant la part fixée est largement dépassée et le sera plus encore au cours des mois suivants. Pour le mois de mai la sidérurgie belge versera à la caisse du Cartel quelques 175.000 dollars, soit plus de 6 millions de francs belges. Dans les négociations qui se poursuivront à l'automne pour la continuation du Cartel, la pierre d'achoppement sera l'exigence de la Belgique de faire augmenter sa part de production. Il est évident que la

situation de la métallurgie belge ne saurait être fort mauvaise pour qu'elle adopte une pareille politique.

Même constatations pour l'industrie du zinc.

	Production en tonnes
Moyenne de 1913	17.019 par mois
— 1925	14.524
1926 décembre	17.320
1927 mars	17.560
juin	16.470
septembre	15.610

Bien que les chiffres de septembre témoignent d'une légère baisse, la production du zinc se tient à un chiffre très élevé pour la Belgique; cependant le prix de ce métal était très bas. C'est une nouvelle preuve de la vitalité de l'industrie métallurgique belge, qu'il faut attribuer pour une large part aux conditions d'exploitation avantageuse dont elle bénéficie en général.

La situation de l'industrie métallurgique varie d'ailleurs selon les régions et le type des produits fabriqués. Ceci montre bien que la stabilisation dont les effets propres devraient se faire sentir uniformément dans tout le pays, n'exerce ici aucune influence bien nette. Cependant à voir de plus près, on constate que la stabilisation a bien eu une répercussion sur le niveau des prix mais les variations de l'index-number ont des effets divers selon les modalités des contrats qui lient patrons et ouvriers. Or, nous verrons plus loin que ces contrats varient avec les régions. Dans son ensemble l'industrie métallurgique belge a peu souffert de la stabilisation. La construction mécanique a plus souffert que la sidérurgie, mais, constatation intéressante, celles de ces

industries qui produisent des articles présentant dans une certaine mesure un caractère de luxe, comme les fabriques d'autos, motos, bicyclettes, armes à feu, ne sont aucunement touchées. Il y a là un phénomène assez rare qui tient évidemment à des circonstances étrangères aux événements monétaires et résulte des conditions spéciales où s'est effectuée la réforme monétaire belge. Citons entre autres la hausse du franc français. En ralentissant les ventes de voitures françaises en Belgique, la différence de change a évidemment favorisé la construction automobile indigène. Il en a été ainsi sur tous les points, et ils sont très nombreux, où les industries des deux pays précités produisent des marchandises similaires. Dans certains cas, la fabrication belge a supplanté la fabrication française non seulement sur le marché local mais également sur certains marchés étrangers, dans les pays de la Baltique et dans ceux de l'Amérique du Sud en particulier.

En ce qui concerne la grosse métallurgie belge, il faut noter cependant qu'elle tire la majeure partie de sa matière première des mines de Lorraine et qu'elle a donc dû être atteinte par le relèvement de notre devise.

Autres industries.

Nous grouperons ici toutes les industries au sujet desquelles on ne possède aucune statistique. Il est cependant possible de se faire une idée assez exacte de la situation où les a mises la stabilisation.

Il est particulièrement intéressant d'examiner la situation de l'industrie de la pierre, en raison de son importance en Belgique d'abord, ensuite parce qu'elle est une des rares industries à trouver sur place ses matières premières et qu'elle devrait ainsi échapper en partie aux conséquences de la stabilisation. On constate d'ailleurs une activité très satisfaisante dans l'ensemble; cependant on relève de nombreux conflits de travail et les économies réalisées dans la réfection du réseau routier belge par suite de la situation budgétaire des dernières années ont entraîné dans certaines exploitations la constitution des stocks importants. Signalons ici, bien que nous devions y revenir dans un autre chapitre, que l'exportation des marbres vers la France et les Etats-Unis est très active. — L'industrie cimentière a traversé depuis la stabilisation une période de grande prospérité. La demande a été abondante tant de l'intérieur que de l'étranger et les prix ont eu une tendance très nette à la hausse.

En ce qui concerne l'industrie du bâtiment, l'impression d'ensemble qui se dégage des renseignements reçus des diverses provinces est que cette branche a été très calme pendant la période envisagée. Cela tient vraisemblablement à ce que dans les régions dévastées les nombreuses reconstitutions opérées au lendemain de la guerre ont épuisé pour longtemps les possibilités de reconstructions. On a remarqué cependant que la construction d'habitations ouvrières était assez active et que les industriels avaient élaboré à ce propos des programmes étendus. Peut-être le désir d'utiliser des

bénéfices occultes est-il pour quelque chose dans cette préoccupation.

L'industrie du verre dont la situation était depuis longtemps précaire n'a pas bénéficié d'une amélioration sensible depuis le retour à des conditions monétaires normales.

La situation de l'industrie, une des plus importantes du royaume, n'a pas cessé de faire preuve depuis le début de l'année 1927 d'une indéniable prospérité, mais il convient de noter quelques difficultés locales et passagères. L'industrie cotonnière de Gand en particulier n'a pas cessé de souffrir de la concurrence française qui était très active. Cependant les tissages ont toujours travaillé à plein.

Les tissages de lin ont toujours fait preuve d'une bonne activité, cependant, vers le milieu de 1927, la hausse des prix qui atteignit 50 pour cent entraîna une diminution des commandes. Le mouvement de l'industrie verrière de la laine a également marqué sur la fin de la période envisagée une tendance au ralentissement.

Parmi les industries secondaires signalons seulement que la situation des huileries n'a cessé d'être satisfaisante et qu'on a toujours enregistré une grande activité dans l'industrie des métaux non ferreux. La situation des papeteries et des tanneries par contre devenait difficile. L'industrie allumetière et celle des diamants ont aussi subi une crise dont les causes sont d'ailleurs étrangères à la stabilisation. Tel n'est pas le cas de l'industrie chocolatière, victime du resserrement de la consommation et de l'élévation des impôts qui sont deux

conséquences directes de la réforme monétaire. Ces conséquences auraient, il est vrai, eu des répercussions beaucoup plus redoutables si le taux de la stabilisation adopté avait été plus rapproché de la parité d'or d'avant-guerre. Si on avait par exemple fait descendre la livre anglaise à 100 fr. belges au lieu de 175, la crise commerciale aurait été plus grave et partant la sous-consommation d'une partie de la population plus grande. D'autre part, le fardeau de la dette publique aurait été plus lourd.

*
* *

Quoiqu'il en soit il faut dégager des conclusions de cette rapide revue. Il semble qu'on puisse les résumer ainsi :

1° Du fait de la stabilisation, l'industrie nationale n'a subi aucun contre-coup brutal. La réadaptation aux conditions monétaires normales, partant aux conditions normales de concurrence s'est effectuée sans incident. Cela n'est pas à dire que la crise a été évitée, ni les difficultés aplanies. On constate au contraire, qu'à mesure que le temps passe, le marasme des affaires s'aggrave et s'amplifie.

2° Dans les industries lourdes, livrant des produits non finis, qui ne sont pas destinés directement au petit consommateur, la stabilisation n'a eu en apparence et au début qu'une influence infime. L'industrie charbonnière exploitant dans des conditions défavorables et ne vivant que presque des malheurs des industries con-

currentes étrangères doit évidemment être mise à part.

3° Dans les petites industries possédant des appuis financiers modestes, s'adressant directement au consommateur, la stabilisation a immédiatement provoqué un marasme grave qui va en s'aggravant.

4° La différence ci-dessus indiquée entre les réactions de la réforme monétaire sur la grande et sur la petite industrie est d'ailleurs destinée à disparaître. La stabilisation dans les deux cas agit d'une façon identique mais avec une vitesse plus ou moins grande. Les industries lourdes ont pu continuer à soutenir plus longtemps leur rythme accéléré de production. Mais il est probable que leurs bénéfices ont diminué comparativement à 1926. Il sera d'ailleurs difficile d'avoir sur ce point une certitude, les sociétés devant vraisemblablement s'arranger pour répartir sur les années à venir les bénéfices ou les pertes qu'elles avaient dissimulés pendant la période de dépréciation monétaire. De toute façon l'organisation financière puissante des grosses entreprises leur permet de traverser des difficultés monétaires et de travailler temporairement à perte. D'autre part, les effets de la sous-consommation de la population leur parviennent tardivement et affaiblis par toute une série d'intermédiaires.

Les causes que nous venons d'énumérer expliquent que les grandes industries aient pu retarder et dans une certaine mesure atténuer la crise. Mais elles ne laissent pas prévoir que cette crise puisse être évitée. Il est par contre deux raisons qui permettent d'envisager

sager avec optimisme l'avenir lointain de la grande industrie belge. Celle-ci d'abord fait vivre une population ouvrière nombreuse groupée dans des syndicats puissants. Que ces derniers aient au temps de la baisse du franc belge poussé à la hausse des salaires, cela n'est pas douteux ! Mais on peut espérer du sens politique des chefs qui les dirigent, que les revendications nouvelles seront contenues dans les limites dictées par l'opportunité et par la considération de circonstances économiques peu favorables. D'autre part, les syndicats constituent un moyen puissant d'agir sur les pouvoirs publics pour obtenir d'eux des dégrèvements fiscaux ou des avantages douaniers qui évitent à la population ouvrière le chômage ou la régression des salaires. Les petites industries sont à ce point de vue placées dans des conditions moins avantageuses.

Une autre raison spéciale à la Belgique est la concentration qui réunit la plupart des grandes industries sous l'égide de quelques puissants organismes bancaires possédant généralement des ramifications à l'étranger et principalement dans les pays neufs en voie de grand développement économique¹. De cette façon les industries belges sont assurées de trouver des débouchés malgré des concurrences étrangères redoutables. Il y a là un aspect très intéressant de la structure de l'économie belge sur lequel il n'est pas possible d'insister ici.

Un dernier point très important à noter est le développement en Belgique à la faveur des événements

1. Ces organismes ont particulièrement bénéficié de l'afflux des capitaux étrangers qu'ils ont drainés sur le marché de Bruxelles et investis, le plus souvent à l'étranger, dans des entreprises placées sous leur contrôle.

monétaires et de l'élévation des tarifs douaniers d'industries similaires aux industries françaises. Souvent ces industries sont des succursales de sociétés françaises qui cherchent par ce moyen à éviter le handicap du décalage niveau des changes et des droits d'importation, à profiter aussi du niveau des salaires dans le royaume que dans notre pays. Ainsi se crée en Belgique toute une production, concurrente de la nôtre, et mieux placée qu'elle pour lutter non seulement sur le marché belge mais sur les marchés du Nord de l'Europe. A côté des industries similaires il y a les industries de remplacement. L'exemple le plus frappant est le développement des fabriques de vins mousseux, de vins de fruits qui supplantent les produits de nos vignobles. C'est là peut-être l'effet le plus lourd de conséquences de la dissociation du franc belge et du franc français. C'est également, à la fois, la conséquence et la cause de la poussée du protectionnisme douanier qui caractérise l'évolution de la politique commerciale belge, ces dernières années.

CHAPITRE II

Influence de la stabilisation sur les échanges commerciaux.

Nous venons d'examiner quelle a été l'influence de la stabilisation sur l'économie belge en nous plaçant plus spécialement au point de vue de l'activité productrice. Il faut maintenant considérer quels ont été les effets de la réforme monétaire sur les échanges commerciaux. Les deux domaines, celui de la production et celui des échanges sont d'ailleurs contigus et il n'est pas toujours aisé d'en distinguer les limites. Aussi les observations que nous venons de faire dans le chapitre précédent sur la situation des principales branches d'industries suffiront-elles presque à donner une idée approchée de l'activité du commerce intérieur pendant la période envisagée. Tout au plus faudra-t-il les compléter par quelques précisions sur la situation du petit commerce et de quelques commerces importants comme celui de la banque et des transports. Il sera au contraire nécessaire de consacrer à l'étude du commerce extérieur belgo-luxembourgeois d'assez longs développements parce que dans ce domaine les vicis-

situdes monétaires ont des répercussions directes dont l'examen est donc particulièrement intéressant. En prenant les mots « conséquences économiques » dans leur sens le plus strict cet examen pourrait d'ailleurs être considéré comme l'objet même de cette étude.

a) **Le commerce intérieur.**

En conclusion du chapitre précédent, nous constatons que la grande industrie semblait avoir plus facilement supporté les effets de la stabilisation que la petite industrie. Et nous disions que cette différence n'était qu'une question de temps. De même dans le domaine des échanges allons-nous pouvoir faire la même observation. Le grand commerce a peu, pas du tout pourrait-on dire, souffert de la réforme monétaire; le petit commerce en a sérieusement pâti, au moins pendant les premiers temps, car tout permet de prévoir que la situation est d'ici peu appelée à se renverser.

Un premier point d'abord, c'est la prospérité du commerce bancaire; le nombre des établissements de crédit s'accroît, leur personnel s'amplifie, le luxe de leurs installations ne fait que s'accroître. Aucun des accidents d'ailleurs qui sont souvent la rançon d'une trop rapide expansion et d'une insuffisante prudence. Le nombre des krachs, des faillites est relativement restreint. Tout au plus peut-on signaler la déconfiture d'une grande banque et d'une société « holding » d'industries lainières. Encore dans les deux cas le désastre paraît-il

plutôt dû à des erreurs de gestion qu'à l'effet des circonstances économiques générales.

Cette prospérité n'a rien qui doive surprendre. L'activité de la Bourse, la hausse rapide des valeurs l'expliquent suffisamment. L'inflation, a fait pénétrer ou a développé, dans toutes les classes de la société le goût de la spéculation, elle a procuré au commerce de l'argent toute une nouvelle clientèle et ce bénéfice semble pour jamais acquis. Cependant, l'avenir des établissements de crédit n'est pas sans nuage. La hausse des valeurs qui est due aux circonstances monétaires plutôt qu'à un essor industriel n'aura pas une perpétuelle durée. Sans doute faut-il s'attendre à une réaction et celle-ci, en vertu de la loi de solidarité économique, atteindra tous les établissements, les plus puissants comme les plus prudents. Ceci au point de vue sécurité. Il en sera de même au point de vue activité. Le désordre qu'a jeté la dépréciation monétaire dans l'appréciation des valeurs industrielles a permis aux spéculateurs de réaliser de fortes différences et les a engagés à multiplier leurs opérations. Mais l'adaptation des cours aux valeurs ne saurait plus tarder, au point de vue monétaire s'entend, car au point de vue purement économique l'adaptation se poursuit, perpétuellement. Il viendra d'ici peu un moment où les différences de cours perdant en amplitude, le stimulant du jeu sera moindre. De même qu'il en a été en Allemagne et dans bien d'autres pays après la réforme monétaire, l'activité des banques sera réduite, surtout celle des banques d'affaires. Il est à craindre que ces établis-

sements ne soient obligés de licencier une partie de leur personnel et ceci sera d'autant plus regrettable que celui-ci est pour une grande proportion recruté dans la petite bourgeoisie, principale victime de la dépréciation monétaire. Quoiqu'il en soit, et quelles que puissent être les inquiétudes pour l'avenir, les banques ont joui pendant la période envisagée d'un indiscutable prospérité. Il en a été de même des sociétés de transport.

Si l'on considère d'abord le mouvement de la navigation maritime internationale on constate un développement sensible de son activité. Citons quelques chiffres.

		10 premiers mois de :	
		1926	1927
Entrée des navires	(en nombre	9941	10.258
au port d'Anvers	(en tonnages	18.639.671	19.534.247

On relève de même une réelle amélioration du mouvement générale de la navigation. De même pour les transports terrestres.

Le premier exercice de la Société Nationale des chemins de fer a pris cours le 1^{er} septembre 1926. Les bénéfices totalisés correspondaient au 1^{er} octobre 1927, c'est-à-dire après treize mois d'exercice à un produit net de 574, 5 millions et à un coefficient d'exploitation globale de 81, 31 %. Bien qu'il soit prélevé sur les recettes depuis le 1^{er} janvier 1927 vingt-cinq millions par mois en faveur du fonds de renouvellement on obtient sur les neuf premiers mois de 1927 un produit net global de 313 millions contre 207 millions pour

les mois correspondants de 1926, avec des coefficients d'exploitation respectifs de 85, 5 et 86, 1. Les prévisions de recettes établies en tenant compte des augmentations de tarif sont dépassées à concurrence de 87.325.000 francs pour les neuf premiers mois de 1927. Les recettes totales de cette période excèdent de 675 millions celles des mois correspondants de 1926; elles ont été en effet de 2.158 millions contre 1.483. Et les augmentations de recettes ne proviennent pas seulement des élévations de tarifs. On relève en effet un accroissement du nombre des marchandises et des voyageurs transportés.

Ces chiffres sont très significatifs. Ils n'indiquent pas seulement que la situation de la Société Nationale des Chemins de fer est bonne mais ils prouvent aussi que le mouvement général des affaires est demeuré actif. Il faut toutefois étudier les chiffres de près. D'après les indications fournies par la Société Nationale des Chemins de fer belge on constate que ce sont surtout les transports de matières pondéreuses qui sont en voie de progression. Il n'en est pas de même des expéditions d'objets légers, fragiles, etc. Et ceci correspond bien à l'observation faite précédemment que la grande industrie, exception faite des charbonnages, a mieux que les petites entreprises supporté les effets de la stabilisation.

Si l'on considère en effet le petit commerce, les artisans détaillants il est certain que la réforme monétaire s'est fait sentir assez durement dans cette partie de l'activité économique. Il est d'ailleurs difficile de préciser

dans quelles proportions et de citer des chiffres; on n'a aucune indication exacte, aucune statistique. Le nombre des faillites est moins important pendant les premiers mois de 1927 que pendant la période correspondante de 1926, mais cela ne prouve pas grand'chose, sinon qu'il n'y a pas eu de crise ni très grave, ni très brusquée, comme une sévère restriction des crédits aurait pu en provoquer. Il s'est produit un ralentissement progressif des affaires, une mévente de plus en plus accusée à mesure que les prix intérieurs montaient sans que les possibilités d'achat s'accrussent. Le marasme d'ailleurs a entraîné plutôt que l'arrêt des transactions un amincissement toujours plus accentué de la marge des bénéfices.

Tout le commerce n'a d'ailleurs pas souffert d'une façon uniforme de la crise économique. Les négociants qui sont en relations d'affaires avec la Hollande, les pays scandinaves, l'Allemagne ont été relativement épargnés. Par contre, tous ceux qui vendent des produits de luxe et d'une manière générale des produits français d'un usage non industriel, ont particulièrement été frappés, soit dans leur chiffre de transaction, soit dans leurs bénéfices. Mais, au total, la sous-consommation du marché intérieur est indéniable; elle entraîne un ralentissement marqué de l'activité commerciale dans le pays même. Par contre, les chiffres du commerce extérieur de l'Union économique belgo-luxembourgeoise qui nous allons maintenant examiner décèlent une réelle prospérité.

b) Le commerce extérieur.

Avant de chercher à déterminer les conséquences de la stabilisation sur les mouvements du commerce extérieur belgo-luxembourgeois, il est intéressant de rappeler que les vicissitudes monétaires de 1926 avaient exercé sur la balance du commerce d'immédiates et très caractéristiques répercussions. Dans le tableau suivant qui donne mois par mois le chiffre des importations et des exportations avec le pourcentage des unes par rapport aux autres, on voit la balance empirer d'une façon continue depuis février jusqu'au mois de juin pour reprendre lentement et devenir bénéficiaire en octobre et en novembre. L'analogie de cette courbe avec celle des changes est frappante. Le plus fort déficit correspond sensiblement au point le plus bas de la dépréciation monétaire. L'équilibre a été acquis du jour où la monnaie s'est stabilisée pour des raisons qui nous le verrons plus loin ne sont pas entièrement imputables au facteur change.

1926	En milliers de francs		°/o des exportations par rapport aux importations
Janvier	1.516.246	939.705	61
Février	1.355.327	1.101.119	81
Mars	1.900.819	1.470.206	77
Avril	1.552.748	1.173.559	75
Mai	1.605.059	1.157.794	72
Juin	2.823.163	1.592.559	56
Juillet	1.612.162	1.431.463	88
Août	1.791.511	1.692.959	85
Septembre	2.311.739	2.214.446	95
Octobre	1.913.709	2.048.309	107
Novembre	1.875.858	1.969.587	104
Décembre	2.699.889	2.650.176	98

On constate d'ailleurs que le volume des transactions s'est relativement peu modifié. Les importations, après avoir oscillé de juillet à septembre entre 2 millions 700.000 tonnes et 2.800.000 tonnes ont dépassé ces chiffres pour les deux mois suivants. Elles étaient donc en augmentation alors que le volume des exportations, s'il n'a marqué aucun mouvement bien net, semblait indiquer une tendance vers la baisse pendant le mois de novembre qui a suivi la stabilisation.

Ce n'est donc pas dans les variations de volume qu'il faut trouver une explication au renversement de la balance commerciale. Les variations intervenues pourraient tout au contraire de l'établir, aggraver le déséquilibre préexistant.

L'explication est ailleurs. Pendant le premier trimestre de l'année, époque durant laquelle les changes furent, sauf pour les quinze derniers jours, relativement stables, la valeur moyenne du kilogramme importé était de 56 centimes et celle du kilogramme exporté de 72 centimes. Le déficit de la balance était de 26,1 %. Au cours du second trimestre la « tempête cambiste » se répercuta dans les prix. Les valeurs d'importations sensibles aux variations de la devise haussèrent d'emblée. Le taux moyen atteignit 69 centimes. En revanche, les valeurs moyennes d'exportation plus inertes, contenues aussi par les mesures prises contre la vie chère, se maintinrent à 72 centimes. En conséquence, le déficit passe à 34, 2 % du chiffre des importations.

Au troisième trimestre, tandis que la valeur moyenne des importations se maintient à son niveau antérieur

en raison de la fermeté du franc belge, celle des exportations incorpore en quelque sorte la dépréciation encourue par la devise et monte à 86 centimes, en sorte que le déficit de la balance tombe à 6,3 %. Le mouvement se poursuit au cours du quatrième trimestre et entraîne le renversement de la balance.

Il n'est pas inutile d'avoir jeté ce coup d'œil en arrière qui permet de mieux « enchaîner » les conséquences des événements monétaires sur les mouvements du commerce extérieur. Voici maintenant les chiffres globaux que fournit l'Administration belge. Nous allons examiner les résultats de l'année dans leur ensemble avant de procéder à une analyse plus détaillée par catégories de produits et par pays.

Mois	Importations		Exportations		% des Export. aux Import.
	Tonnages	Valeurs (mille fr. belges)	Tonnages	Valeurs (mille fr. belges)	
1927					
Janvier ..	3.097.934	2.098.235	1.604.883	1.589.851	75,77
Février ..	3.144.472	2.198.262	1.705.932	1.761.121	80,12
Mars	3.323.751	2.739.839	2.080.807	2.558.236	93,37
Avril	3.007.163	2.468.731	2.067.009	2.106.453	85,33
Mai	3.158.922	2.443.635	2.102.055	2.009.234	82,22
Juin	3.224.016	2.525.544	2.069.049	2.107.540	83,45
Juillet ...	3.166.072	2.301.218	2.083.804	2.210.233	96,05
Août	3.153.704	2.324.321	2.169.994	2.260.952	97,27
Septembre	3.237.676	2.442.692	2.063.521	2.281.519	93
Octobre ..	3.135.721	2.524.265	2.066.580	2.414.192	96

Si l'on songe que le pourcentage des exportations aux importations s'établissait en 1913 aux alentours de 73, qu'il était de 67 en 1922, 73.6 en 1923, 79.2 en 1924, 82.8 en 1925, 84.8 en 1926, on ne peut que s'étonner du résultat qui, contrairement à l'expérience des autres nations comme aux données de l'économie politique fait apparaître une balance plus favorable après la stabilisation que pendant les années d'inflation.

Il convient de faire immédiatement quelques remarques : les résultats pour octobre et novembre 1926 sont exceptionnels. Les pourcentages de 107 et 103 s'appliquent à des transactions effectuées plusieurs mois auparavant : c'est vraiment ici la conséquence du brusque mouvement des changes en juillet et août 1926 qui a créé dans ce cas une réelle prime à l'exportation.

En décembre, janvier, et février 1927 commencent à se manifester les véritables effets de la stabilisation. Les achats massifs de l'étranger qu'avaient déterminé le décalage des changes et la grève anglaise ont pris fin. On peut craindre fin février que le déficit de la balance commerciale ne s'accroisse en raison de la hausse des prix intérieurs, de l'élévation consécutive du niveau des salaires qui placent les exportateurs dans une situation difficile. Cependant il faut noter que les mois de décembre et de janvier sont chaque année anormaux : le premier est toujours enflé aux dépens du second. Après avoir dissipé ces stocks en octobre et novembre, la Belgique les reconstitue pendant décembre ce qui explique que les importations montent brusquement, de 1.900 millions à 2.350 millions. Les exportations font un bond analogue, puis descendent de 2.275 millions en décembre à 1 600 millions en janvier pour les raisons précédemment indiquées.

Le mois de mars marque une reprise vigoureuse du commerce extérieur belge. Le pourcentage des exportations aux importations passe de 80 à 93. Les unes et les autres sont en progrès sur les chiffres du mois

précédent, mais le bond des exportations est particulièrement remarquable à 2.175 millions contre 1750 millions en février.

Le montant des importations ne retrouvera pas pendant la période envisagée le niveau du mois de mars et se tiendra en valeur depuis avril jusqu'à octobre sensiblement autour de 2.500 millions de francs belges. Les exportations auront une fortune plus variable et leur valeur marquera tendance à s'élever si bien que le pourcentage de la balance commerciale au cours du troisième trimestre de 1927 se tiendra autour de 95.

Au total, pendant les dix premiers mois de l'année, on trouve en moyenne 2.400 millions d'importation et 2.150 millions d'exportations. L'ensemble des échanges marque un notable progrès sur les années antérieures et l'analyse des statistiques laisse percevoir les symptômes les plus favorables.

Sans doute à ne considérer que les chiffres du tonnage, les importations marquent-elles des progrès beaucoup plus considérables que les exportations. Mais l'interprétation est toute différente dès qu'on observe les chiffres représentatifs des valeurs échangées. Ici les exportations l'emportent de beaucoup : c'est signe qu'elles se sont améliorées du côté des produits de grande valeur spécifique.

Par contre, la catégorie des matières premières fournit presque à elle seule l'excédent constaté dans les importations. L'analyse en effet des 21 sections dans lesquelles les marchandises sont cataloguées d'après la nomenclature douanière belge montre que l'accrois-

sement des importations par rapport aux dix premiers mois de 1926 se manifeste avec une particulière netteté dans les sections où sont rangées les marchandises destinées à être transformées ou à recevoir un complément de main-d'œuvre en Belgique. Les importations de produits minéraux par exemple sont en augmentation de tonnes : 2.812.375. Les progrès sont également très sensibles dans les sections des produits du règne végétal et des métaux et ouvrages en métaux. Les rubriques des machines, engins mécaniques, horlogerie, instruments et appareils non dénommés ailleurs, compositions diverses, etc. accusent au contraire une diminution caractéristique du poids des marchandises importées. Des résultats de sens exactement inverse marquent les mouvements des exportations en tonnages dans les mêmes rubriques sauf cependant pour la section composition diverse où les diminutions s'étendent aux entrées et aux sorties.

La Belgique devient donc de plus en plus un pays exportateur de produits fabriqués. Sans doute cette évolution n'est-elle pas imputable seulement à la stabilisation, mais encore convient-il de remarquer qu'elle ne paraît pas avoir été contrariée par les événements monétaires.

Il est également intéressant de rapporter ici les résultats d'une étude publiée par M. de Leener, professeur à l'université de Bruxelles dans le *Bulletin commercial de l'Etat belge*.

M. de Leener a suivi au cours des dix mois qui ont précédé et suivi la stabilisation, les exportations d'ar-

ticles particulièrement caractéristiques, représentant 48 % du commerce total. D'après le tableau qu'il a dressé, sur 74 articles, 55 sont en progrès par rapport à la période antérieure à la stabilisation, les 19 restants marquant un recul. Afin de surveiller l'évolution du commerce extérieur il a effectué les mêmes calculs pour les derniers mois seulement. Au lieu de 19 articles en recul il en a constaté 23, soit une très minime différence.

Il n'est pas indifférent d'examiner comment se répartit entre les divers pays le commerce extérieur de l'Union Economique et les tendances qu'il manifeste dans chaque cas particulier. Toutefois, nous nous arrêterons plus longtemps sur le commerce franco-belge qui présente un spécial intérêt en raison des événements monétaires qui ont influé à peu près simultanément sur l'évolution de l'économie des deux nations.

Voici un tableau en milliers de francs belges qui résume la situation.

		Dix premiers mois de la balance commerciale		Commerce en 1926 10 premiers mois	
		de 1926	de 1927	Importations	Exportations
Grande-Bret. ...	+	804.387	+ 1.205.725	2.109.870	2.914.257
Allemagne	—	13.114	+ 719.409	1.320.212	1.907.098
Suisse	+	141.296	+ 259.305	136.908	278.204
Italie	+	137.929	123.807	256.066	393.995
Pays-Bas	—	66.968	— 259.417	1.884.250	1.817.282
Etats-Unis	—	307.029	— 745.707	2.112.212	1.805.183
Argentine	—	1.056.652	— 1.376.100	1.424.582	367.930
France	—	1.621.520	— 2.368.683	3.968.633	2.347.113

Il est d'ailleurs assez difficile d'interpréter les résultats de ce tableau que les fluctuations des changes en 1926 ont faussés. Si l'on se réfère aux tonnages, on constate par exemple, qu'en 1927 pour certains pays les exportations ont diminué en volume et que cependant leur valeur exprimée en franc belge s'est accrue.

En réalité, il n'est que quatre nations vers lesquelles les exportations aient réellement progressé : l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Argentine et la Grande-Bretagne.

En ce qui concerne l'Argentine, la Belgique lui a acheté des quantités accrues de denrées alimentaires et de matières premières, en sorte que le déficit de la balance commerciale s'est accentué en 1927.

La Belgique a profité dans ses relations économiques avec la Grande-Bretagne, non seulement de la grève anglaise qui faisait encore sentir son influence au début de 1927, mais également du niveau élevé des prix en Grande-Bretagne et de la hausse du franc français. L'industrie locale a donc pu non seulement concurrencer les industries anglaises sur le marché du royaume dans des branches où elles jouissaient encore, il y a quelques années, d'une suprématie incontestée, mais également supplanter dans les îles les industries françaises que contrariait momentanément le décalage des changes. Ce phénomène est particulièrement remarquable dans le commerce des textiles, des vêtements, de la lingerie, etc. Il est aussi caractéristique dans le domaine de l'industrie automobile. Citons quelques chiffres.

**Importation de Belgique en Angleterre
en quintaux métriques**

	10 premiers mois de :	
	1926	1927
Voitures automobiles. Châssis avec moteur et avec carrosserie 1.800 kgr. et moins	1.742	5.371
Tissus de coton pur, non façonnés, non mercerisés, écrus	11.217	16.632
Vêtements, lingerie et confections de toute espèce	8.297	16.124

Notons qu'en ce qui regarde les chiffres ci-dessus les voitures automobiles désignées proviennent presque toutes de marques françaises établies en Belgique pour des raisons déjà mentionnées. Notons aussi qu'en bien des points les chiffres de 1926 avaient été faussés par la grève anglaise qui a valu à l'industrie belge un bénéfice considérable. En réalité, les progrès de l'exportation belge vers la Grande-Bretagne après le retour à des conditions normales sont donc plus remarquables qu'ils ne le paraissent de prime abord.

Il y a des observations très intéressantes à faire sur l'évolution rapide et très favorable pour la Belgique du commerce de l'Union économique avec l'Allemagne, après le retour à la monnaie or des deux pays. Mais à côté du facteur monétaire dont l'influence est très réelle et s'est fait sentir différemment, en raison des modalités diverses de la stabilisation, dans chacun des divers Etats, il y a un facteur douanier dont l'action semble prépondérante et sort du sujet de cette étude. Mentionnons donc seulement le développement rapide des exportations belges en Allemagne et signalons que les augmentations portent principalement sur les produits fabriqués.

Toutes les observations que nous avons faites jusqu'ici au sujet de l'évolution du commerce extérieur de l'Union Economique semblent bien faites pour contredire les théories suivant lesquelles la stabilisation provoque un ralentissement de l'activité industrielle à l'intérieur du pays et une diminution de ses ventes à l'extérieur. Il paraîtrait naturel en effet que le re-

tour à une monnaie or, entraînant une hausse des prix intérieurs et des salaires, dût placer les exportateurs dans une situation difficile sur les marchés de l'étranger ou les priver tout au moins du stimulant que constitue une dépréciation monétaire lorsqu'elle n'a pas dépassé une certaine limite. Or nous avons constaté que la balance du commerce extérieur belge au cours des dix premiers mois de 1927 avait été particulièrement favorable par rapport aux années antérieures et que bien plus, non seulement les exportations s'étaient accrues, mais comprenaient une part toujours plus grande de produits fabriqués alors que cette catégorie de marchandises où s'incorpore une main-d'œuvre particulièrement importante aurait dû être la première atteinte par la hausse du prix de revient. En examinant maintenant le courant des échanges franco-belges nous allons faire une remarque bien plus propre à éveiller l'étonnement : notre pays, que le décalage des francs belge et français aurait dû placer dans une situation défavorisée est la nation qui a le plus amélioré la balance de son commerce avec la Belgique. Voici quels sont en quintaux métriques, car il est difficile de tabler sur des valeurs étant données les vicissitudes monétaires qu'ont subies les deux, les chiffres du commerce franco-belge :

	Importations	Exportations
10 premiers mois de 1926.	117.847.067	68.622.618
10 premiers mois de 1927.	128.308.569	63.822.148

Rappelons que ces chiffres sont puisés dans le Bulletin mensuel du commerce spécial de l'Union Belgo-Luxem-

bourgeoise, publié par le Ministère des Finances belges. Les résultats des statistiques françaises diffèrent assez sensiblement et indiquent une balance moins favorable à notre pays, mais ils font entrer en ligne de compte les marchandises en transit ce qui rend la comparaison impossible.

Quoiqu'il en soit, même en tenant compte d'une assez large marge d'erreur, le tableau que nous venons d'établir marque à la fois l'augmentation des exportations de France en Belgique et la diminution des exportations de ce dernier pays vers la France. Ce résultat est sans aucun doute surprenant étant donné que le taux de stabilisation choisi par la Belgique aurait dû la favoriser. Disons de suite qu'à côté du facteur monétaire qui a, bien qu'il puisse en paraître, joué contre nous, d'autres éléments sont intervenus en notre faveur. Le premier d'entre eux est l'élévation des tarifs douaniers. C'est de beaucoup le plus important. Mais on peut ajouter que le grand nombre d'installations d'usines de tout genre en Belgique a entraîné l'achat d'un outillage important en France. Cette conséquence est évidemment d'une influence temporaire et ne peut faire oublier les inconvénients qui résulteront pour l'activité économique française du développement d'industries concurrentes en des domaines où elle jouissait jusqu'ici d'une très grande supériorité.

Quand on examine de près les statistiques du commerce franco-belge on constate, quoiqu'en aient dit certains journaux, que notre voisine nous a principalement acheté des matières premières ou des produits

demi-finis destinés à recevoir de la main-d'œuvre avant d'être consommés sur place ou réexportés. Citons quelques chiffres.

Importations en Belgique

	1926	1927
Mineral de fer	82.222.838	97.204.552
Acide sulfurique	44.059	74.525
Laines en orient	32.250	57.889
Acier fondu dégrossi	760.711	880.168
Fils et verges de fer étirés chaud	144.215	217.381
Zinc brut en masses	2.525	6.181
Plomb brut	5.624	8.540

Pour avoir une idée d'ensemble il suffit d'ailleurs d'examiner parmi les 21 sections que distinguent les statistiques belges celles qui comprennent principalement des produits bruts ou demi-finis, et celles qui comprennent des produits finis où s'est incorporée une grande quantité de main-d'œuvre.

Nous allons mettre en évidence deux groupes de sections et opposer d'abord la section VIII : « Produits de l'industrie textile » qui contient principalement des produits destinés à être travaillés comme des fils de soie, de laine, de coton etc., des tissus bruts, à la section IX : « Vêtement lingerie et confections de toute espèce » où sont rangés, comme le nom l'indique, des produits prêts à être livrés à la consommation. On constate que le chiffre des importations passe en quintaux métriques de 182, 391 pendant les dix premiers mois de 1926 à 259, 015 au cours de la période correspondante de 1927. A cete augmentations s'oppose dans la section IX une nette diminution.

Répétons la même expérience avec la section XV : « Métaux et ouvrages en métaux » (fonte brute, fer, tôle même ondulée, etc.) dont nous comparerons les tendances avec celles des sections XVI : « Machines, engins mécaniques » (Ex. : machines à vapeur, voitures pour voies ferrées, machines dynamo-électriques) et XVII : « Véhicules autres que pour voies ferrées ». Le tableau ci-dessous est suggestif.

Importations de France (10 premiers mois)

	1926	1927	
<i>Section XV. — Métaux et ouvrages en métaux</i>	3.244.236	3.517.228	+
<i>Section XVI. — Machines, engins mécaniques</i>	282.566	246.678	—
<i>Section XVII. — Véhicules autres que pour voies ferrées</i> ...	72.006	50.119	—

Pendant le même temps, on voit que les exportations de Belgique vers la France passent de 1.305.855 à 974.193 quintaux métriques, soit une baisse sensible pour la section XV, et haussent de 210.153 à 215.388 et de 5.559 à 6.850 pour les sections XVI et XVII.

Tous ces résultats sont autant de signes d'une réelle activité industrielle et d'une expansion économique vigoureuse. De plus en plus la Belgique devient un pays de transformation et exporte des quantités toujours plus grandes de produits finis, ce qui la contraint d'absorber des quantités croissantes de matières premières. Le décalage des changes entre les deux pays a favorisé cette tendance et ceci est conforme aux théories classiques.

Il est de même facilement explicable, étant données la hausse du change français et la diminution au moins relative du pouvoir d'achat de la monnaie belge, que les exportations des produits de luxe français en Belgique aient subi une sensible régression. Cependant le seul facteur monétaire ne suffit pas à expliquer les variations considérables que l'on constate sur les mouvements de certaines marchandises et de quelques produits même dont le caractère « de luxe » est contestable.

	10 premiers mois de :	
	1926	1927
Vins mousseux	21.700 hectos	8.850 hectos
Vins autres qu'en bouteille ne titrant pas plus de 15°	257.150 —	141.980 —
Parfumerie	2.506 qu. mét.	1.444 qu. mét.
Savons de toilette	4.687 —	609 —
Gants de peau	116 —	40 —
Tissus de soie ou partiellement en soie	6.732 —	4.448 —
Automobiles	2.704 pièces	1.195 pièces
Châssis automobiles ..	1.189 —	529 —

Il faut attribuer la diminution des exportations françaises dans ce genre d'articles aux droits de douanes et taxes fiscales de toute nature que la Belgique a instaurés tantôt dans une pensée protectionniste et sous la pression de quelques grands industriels, c'est là le cas pour les automobiles, tantôt dans un esprit anti-économique et démagogique de lutte contre le luxe et de restriction des dépenses somptuaires. Les conséquences de cette politique sont désastreuses pour notre commerce extérieur; ils ne portent pas un préjudice

moins grand à l'économie belge; mais ce serait sortir du sujet de cette étude que s'étendre sur cette question.

Il faut maintenant résumer les observations que nous avons faites sur le commerce extérieur belge et chercher à expliquer les faits :

1° La balance commerciale dans son ensemble s'est améliorée au cours de la première année de la stabilisation belge. Cela tient probablement au fait que la réforme monétaire a fait immédiatement sentir ses heureux effets, mais que ses conséquences nuisibles, hausse des prix or en particulier, n'ont pas eu une influence immédiate.

Heureux effets : abondance des crédit — sécurité des transactions, d'où possibilité d'établir plus exactement les prix de revient et de se contenter d'un bénéfice moindre — cessation de la perte de substance que constituait le prix moyen à la tonne, très bas, des produits exportés.

Conséquences nuisibles : c'est essentiellement la stabilisation des prix de vente alors que les prix de revient haussent lentement jusqu'au niveau approximatif des prix mondiaux. Mais cette adaptation est lente et progressive en raison du taux de stabilisation adopté. Il n'y a pas eu en Belgique de revalorisation, pas de retour en arrière, pas de rupture de continuité.

2° En France, au contraire, la courbe des changes a dessiné une pointe rapide suivie d'une chute profonde avant de retrouver son horizontalité. Il ne faut d'ailleurs pas exagérer les conséquences de cette politique, ni la courbe des prix intérieurs, ni celle des salaires n'ayant

suivi la courbe des changes dans ses mouvements désordonnés. Le taux de 124 francs français à la livre anglaise, auquel notre devise s'est accrochée, correspondait à peu près au niveau de dépréciation de notre monnaie sur le marché national. La meilleure preuve en est l'excellente attitude qu'a observée le commerce extérieur français.

En ce qui concerne les relations économiques franco-belges le facteur monétaire a été, on ne saurait le nier, un élément d'infériorité pour nos exportateurs. Mais ce facteur dont on a beaucoup exagéré l'influence n'a pas suffi à détourner des courants commerciaux séculaires. La Belgique ne produit ou ne fournit qu'une faible partie des matières premières ou des articles nécessaires à son activité industrielle. Quant au complément il est des cas, c'est celui des minerais de fer, où elle peut difficilement se le procurer hors de France. D'ailleurs, d'une façon générale, nos prix malgré leur élévation relative étaient sensiblement inférieurs à ceux de nos concurrents : Angleterre, Allemagne, etc.

Ainsi les conséquences de la stabilisation sur le commerce extérieur de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoises qui étaient en apparence contradictoires avec les théories économiques généralement admises sont-elles pleinement concordantes quand on tient compte de tous les caractères particuliers de la conjoncture belge pendant la période envisagée.

TROISIÈME PARTIE

Conséquences sociales

Le vaste domaine économique ne comprend pas seulement les problèmes de la production et de la circulation des richesses; il s'étend également à celui de leur répartition. Celle-ci, dans les pays où les transactions sont libres, s'effectue le plus communément par le moyen d'opérations de vente. Pour compléter l'étude des conséquences de la stabilisation belge nous allons étudier successivement les deux termes, si l'on peut dire, de cette opération : les prix et les pouvoirs d'achat.

CHAPITRE PREMIER

Les prix

On peut en Belgique apprécier les mouvements des prix en se basant sur l'index des prix de gros ou sur celui des prix de détail. Ce dernier est évidemment le plus intéressant puisqu'il est le seul qu'ait à considérer, en définitive, le consommateur. Voyons comment s'établissent ces index.

Les articles dont les deux index suivent les prix sont, il faut le noter, d'abord très différents. L'index des prix de détail est établi d'après le cours de 56 articles dont 44 concernent l'alimentation et les textiles. Ce genre de marchandises au contraire n'entre que pour 37 postes sur les 134 que résume l'index des prix de gros.

La méthode de calcul d'autre part n'est pas la même, l'index des prix de gros étant établi d'après les moyennes géométriques et celui des prix de détail d'après les moyennes arithmétiques.

Ces quelques explications sont nécessaires pour se rendre compte de la signification exacte des index. Ajoutons en outre qu'en partant des mêmes données, la méthode des moyennes arithmétiques ne donne jamais que des résultats égaux, ou supérieurs à ceux de

la méthode géométrique. Dans le cas présent, si l'index de prix de gros était établi par le même procédé de calcul que celui des prix de détail il devrait donc faire apparaître une hausse du prix de la vie ou tout au moins un niveau plus élevé que celui qu'il décèle en fait.

Voici le tableau des index des prix en francs-papier et en or avec l'indication des cours moyens du dollar (valeur-or).

Index des prix

	De détail		De gros		Cours moyens du dollar à Bruxelles en p. c. au pair intrinsèque
	P. C. en papier	P. C. en fr. or	P. C. en papier	P. C. en fr. or	
1926 novembre . .	720	105	865	124,8	99,86
décembre . .	741	107	860	124	99,90
1927 janvier	755	109	856	123,4	100
février	770	111	854	123,1	100
mars	771	111	858	123,6	100,02
avril	774	112	846	121,9	100,02
mai	776	112	848	122,1	100,06
juin	785	113	851	122,5	100,11
juillet	790	114	845	121,7	100,02
août	787	113	850	122,6	99,92
septembre . .	794	115	837	120,8	99,85
octobre	804	116	839	121,5	99,84

La remarque qui s'impose immédiatement est la dissemblance, la contrariété même entre les indications fournies par les deux index. Que leurs niveaux ne soient pas les mêmes, il n'y a là rien d'extraordinaire puisque comme nous l'avons vu ils ne s'appliquent pas aux mêmes articles et sont établis suivant des méthodes différentes. Mais ce qui paraît inexplicable c'est de voir l'index des prix de détail marquer une ascension à peu près continue alors que celui des prix de gros s'abaisse d'une façon non moins continue.

Le recul des prix de gros s'explique d'après M. Fernand Baudhuin¹ par la baisse du charbon et de ses sous-produits que la grève anglaise avait fait renchérir. Il faut ajouter qu'en 1926 la « dégringolade » du franc belge avait pendant une certaine période incité les importateurs à constituer des stocks importants à des prix même élevés. En 1927, les conditions monétaires n'ont plus été les mêmes et le malaise économique a contraint les industriels à serrer les prix de revient, à immobiliser le moins possible de capitaux, parfois à liquider les stocks. D'où diminution des prix très sensible pour certains produits.

Les prix de détail au contraire se sont rapprochés lentement des prix mondiaux et se sont adaptés peu à peu au taux de stabilisation ainsi qu'aux conditions économiques nouvelles : journée de huit heures, poids des charges fiscales, protectionnisme douanier. Il faut en effet tenir compte qu'indépendamment des événements monétaires, la Belgique a subi une évolution profonde dans son organisation sociale. Le marché du travail n'a pas été moins bouleversé que celui des capitaux par l'instauration d'une législation nouvelle : lois sur les assurances, sur la prévoyance, lois militaires aussi, et les conséquences de ces modifications profondes de l'économie belge ont été longtemps dissimulées par les effets de l'inflation. Comme dans tous les pays celle-ci a entretenu bien des illusions et produit dans les rouages complexes de l'organisme social des désordres

1. *Op. cit.* p. 183.

graves dont les conséquences, plus durables que les oscillations des changes, échappent à l'action de la réforme monétaire et ne peuvent être réparés que par l'effet du temps et d'une patiente politique. La Belgique n'a plus la même structure qu'avant-guerre. Il est peu probable qu'elle redevienne le pays de vic à bon marché qu'elle était autrefois. Il est naturel que les prix de détail se soient continuellement élevés comme ils l'ont fait sauf cependant en août par suite du mouvement saisonnier. Pour apprécier l'index de ces prix il faut en effet tenir compte que les produits alimentaires entrent pour une grande part dans les chiffres qui leur servent de base. Or les produits de la ferme haussent ou baissent régulièrement à certaines époques de l'année. Au printemps, l'élévation de prix des marchandises industrielles a été compensée par la baisse saisonnière du lait, du beurre, etc. D'où apparence trompeuse de stabilité. De même la hausse brutale et anormale de juin a été consécutive au renchérissement chronique des pommes de terre.

A la vérité, la tendance générale des prix de détail a toujours été orientée à la hausse et l'on doit s'attendre à ce que cette hausse persiste aussi longtemps que les prix n'auront pas atteint un niveau voisin de celui des prix mondiaux, si tant est qu'il y en ait un. Il faut d'ailleurs noter que l'index-number en Belgique est plutôt sous-évalué avec le désir mal dissimulé de cacher au public la hausse des prix que l'on risque d'accélérer en l'avouant. En effet, en vertu des conventions qui lient les salaires aux mouvements de l'index number,

une augmentation de quelques points de ce dernier peut entraîner, outre l'élévation du prix de revient, un accroissement important du pouvoir d'achat de la population; d'où nouvelle poussée des prix. Quoiqu'il en soit cependant, ceux-ci sont en Belgique sensiblement plus bas encore que dans la plupart des autres pays ainsi que le montre le tableau suivant établi au mois d'août 1927, en prenant le nombre 100 pour 1914.

	Prix du gros	Prix du détail
Belgique	124	113
France	129	114
Angleterre	144	159
Allemagne	137	153
Italie	150	170
Suisse	147	157
Tchéco-Slovaquie	140	140

La Belgique semble conserver une situation privilégiée. Les index indiquent que la France seule est à peu près à son niveau pour les prix de détail. Il est d'ailleurs assez difficile de comparer, parce que les statistiques ne portent ni sur les mêmes produits, ni sur des produits de même importance. En réalité, il est probable que la vie est moins chère en France qu'en Belgique pour l'ensemble des denrées. Mais dans le Royaume la population ouvrière vit très sobrement. Le bas prix de quelques produits de grande consommation (pommes de terre), le goût du public pour le « bon marché » aux dépens de la « qualité » contribuent à faire naître des illusions sur le niveau réel des prix. Comme nous allons le voir maintenant, le niveau réel des salaires est par con-

tre relativement bas, surtout si on le considère non au niveau de 1913 mais au niveau à l'étranger; le marché du travail ne semble pas faire preuve d'une tendance à la hausse aussi nette que celui des marchandises.

Dans ces conditions, les limites du pouvoir d'achat de la population constituent en définitive le meilleur obstacle à l'ascension persistante du niveau des prix.

CHAPITRE II

Les Pouvoirs d'achat

Les pouvoirs d'achat des habitants proviennent de leurs revenus, de leurs bénéfices ou du produit de leur travail. Il n'y a pas grand'chose à dire des variations du revenu pendant la première année de la stabilisation. Celle-ci, évidemment, en raison du taux choisi s'est faite aux dépens des rentiers, des obligataires, de tous les possesseurs de titres à revenu fixe. La population dans son ensemble y a au moins gagné d'avoir à supporter des charges fiscales sensiblement moins lourdes en elles-mêmes, sensiblement moins lourdes aussi relativement à la richesse du pays, que la France et l'Angleterre. Le chiffre de la dette publique en effet en francs-or par habitant n'est que de 1.050 contre 2.400 en France et 4.280 en Angleterre. La quotité du revenu national absorbé par l'impôt représente en 1927, 15 1/4 % environ, d'après les évaluations de M. Baudhuin, contre près de 30 % en France.

Dans ces conditions il eût semblé assez juste que l'Etat se préoccupât comme il en avait d'ailleurs annoncé l'intention d'accorder aux principales victimes de la

dévaluation du franc : les possesseurs de titres de créance, une certaine compensation, ainsi que cela s'est fait en Allemagne notamment. En fait, sauf pour les pensionnés de l'Etat, le projet n'a pas été mis en exécution et, bien qu'une partie de la presse semble devoir poursuivre une campagne à ce sujet, il est peu probable qu'elle obtienne une satisfaction qui dépasse la valeur d'un geste. D'ailleurs, les situations ne sauraient être comparées en Belgique et en Allemagne. Dans ce dernier pays l'étalon monétaire avait perdu la presque totalité de sa valeur. Enfin il n'y a pas en Belgique une classe de la population qui n'ait d'autre ressource que le produit de titres à revenu fixe. Il n'y a donc pas nécessité pratique de restituer à une catégorie d'habitants dans le besoin une partie du pouvoir d'achat qu'elle a perdu. Seule la notion de justice entre en ligne de compte. Il faut convenir qu'elle n'a jamais pesé très lourd dans la balance des hommes d'Etat.

En Belgique, comme dans toute l'Europe d'après-guerre, la répartition du revenu, ce mot étant pris dans son sens le plus large, entre le capital et le travail s'est sensiblement modifiée au profit de ce dernier. La stabilisation en Belgique a consacré les résultats de l'inflation et de la dépréciation monétaire en cette matière. Tandis que la part du travail : les salaires, reste constante, celle du capital est amputée de tout le prélèvement de l'impôt qu'il est à peu près seul à supporter. Aussi constate-t-on au cours de l'année 1927 qu'il est peu de valeurs industrielles dont le dividende net atteigne 2 % du cours coté. Ce n'est pas là le seul effet de

la spéculation qui anticipe sur le développement futur des bénéfices de l'entreprise. Cependant cet élément doit entrer en ligne de compte. De toute façon étant données le poids des charges fiscales d'une part, et d'autre part les modalités des lois d'impôts qui encouragent à rechercher des plus-values du capital plutôt qu'un gros rendement, il faut s'attendre à ce que le taux de capitalisation des valeurs reste très élevé pendant de nombreuses années.

Il n'en résultera pas de réels inconvénients quand la péréquation de la Bourse des valeurs à la dépréciation du franc sera complètement effectuée. Mais pendant la première année de la stabilisation, comme au temps de l'inflation, il s'est produit une poussée de spéculation effrénée et de rapides fortunes se sont édifiées aux dépens de la masse des épargnants.

Il est difficile de se procurer des renseignements exacts sur l'importance des bénéfices réalisés par les industriels, les commerçants etc., au cours de la première année qui a suivi la stabilisation. Il est permis de suspecter la pleine conformité des bilans produits avec les résultats de l'exercice. L'ensemble de ces bilans fait apparaître un bénéfice légèrement supérieur à celui de la période précédente. Compté tenu de la différence des valeurs du franc belge d'une année à l'autre, il faut plutôt compter que les bénéfices sur la base de l'or d'une année à l'autre sont en légère diminution. La publication des premiers bilans-or confirme cette impression.

La régression des bénéfices est particulièrement sensible dans le petit commerce qui a dû réduire la marge

entre les prix de vente et de revient pour assurer un courant suffisant d'affaires. La stabilisation, en consolidant la dévaluation monétaire, fait apparaître chez la plupart des petits négociants, trop peu avertis des problèmes comptables et monétaires pour avoir pris d'utiles dispositions, un réel et parfois considérable appauvrissement.

La petite bourgeoisie a donc été particulièrement atteinte en Belgique comme dans tous les pays inflationnistes par la perte de pouvoir d'achat de l'étalon monétaire qui a eu des conséquences spécialement pénibles pour les pensionnés, les rentiers, les petits négociants, en un mot pour la petite épargne.

Il en est évidemment résulté une situation très pénible pour les vieillards et les infirmes laissés à leurs propres ressources. Cependant, dans l'ensemble, les sacrifices imposés n'ont pas été aussi considérables qu'on pourrait se l'imaginer parce que souvent des femmes qui ne travaillaient pas ont pu occuper des emplois rémunérateurs et des hommes qui auraient pris leur retraite ont retardé la date de la cessation de leur activité. Aussi le train de vie de la classe moyenne s'est-il souvent amélioré. En tout cas le pays a bénéficié du produit de ce supplément de main-d'œuvre. C'est peut-être le seul avantage réel qu'un pays retire de l'inflation avec le profit, notable aussi, que prouve une circulation plus rapide des richesses.

Le bénéfice du supplément de main-d'œuvre aurait été réduit à néant, s'il s'était produit une crise de chômage. Les statistiques officielles indiquent qu'il n'en a

rien été. La moyenne des journées perdues par mille assurés et par semaine avait en effet été de 141 en 1925 et de 119 en 1926. Voici les chiffres mensuels depuis la stabilisation :

1926	novembre	101
	décembre	163
1927	janvier	206
	février	187
	mars	141
	mai	143
	avril	135
	juin	115
	juillet	131
	août	121

Ces statistiques montrent qu'à part les mois de décembre, janvier et février où se produit d'ailleurs toujours un chômage saisonnier, l'activité industrielle s'est poursuivie dans le pays d'une façon normale. Malheureusement les chiffres cités ne tiennent compte que des chômeurs assurés qui constituent une minorité. Il est probable même que la proportion des chômeurs est plus grande parmi les ouvriers non assurés qui appartiennent généralement à la petite industrie, particulièrement éprouvée.

Quoiqu'il en soit, il ne s'est pas produit en Belgique de véritable crise de chômage à la suite de l'inflation. Tout permet d'espérer qu'il ne s'en produira pas si les syndicats ouvriers ne sont pas trop exigeants sur le chapitre des salaires.

Nous allons nous étendre plus longuement sur ce sujet des salaires, traitements, etc. qui offre un particulier intérêt et revêt un caractère d'exceptionnelle impor-

tance dans un pays qui avant-guerre avait fondé son économie sur l'existence d'une main-d'œuvre abondante et bon marché.

Il est donc utile de marquer les grands traits de l'évolution de cette question depuis la date de la stabilisation, et de dégager les tendances qui s'affirment à la fin de la période envisagée.

L'élévation rapide du coût de la vie aussitôt après la réforme monétaire devait naturellement entraîner de la part des ouvriers des demandes générales de relèvement des salaires. A cette époque, c'est-à-dire vers la fin de 1926 et pendant le premier trimestre de 1927 on a pu constater que dans toutes les branches d'industrie, les salaires étaient en voie d'augmentation. Beaucoup de patrons, particulièrement dans l'industrie textile et dans l'industrie métallurgique, étaient tenus par des conventions qui liaient en tout ou en partie les salaires aux mouvements de l'index number. Ceux mêmes qui avaient conservé leur liberté d'action admettaient sans trop de difficulté des augmentations que justifiait l'élévation du prix de la vie et qui ne semblaient pas de nature à entraver l'activité générale des affaires. A cette époque en effet beaucoup d'entreprises bénéficiaient de circonstances exceptionnellement favorables. La grève anglaise, nous l'avons vu, avait ouvert à l'industrie métallurgique ainsi qu'à l'industrie charbonnière belges de larges débouchés. D'autre par la dépréciation monétaire continuait à faire sentir ses effets et l'adaptation des prix intérieurs aux prix mondiaux en ne s'effectuant que progressivement favorisait l'activité des exportateurs.

Mais l'effet de ces heureuses circonstances fut éphémère. La fin de la grève anglaise marqua la reprise d'une dangereuse concurrence et la perte d'une clientèle d'occasion. Les prix intérieurs s'élevèrent et la stabilisation des prix de vente ne s'accompagna pas de la stabilisation des prix de revient. Dans ces conditions, un ralentissement progressif des affaires se faisant sentir incita les chefs d'entreprises à restreindre les frais généraux et à opposer aux demandes d'augmentation des ouvriers des refus basés sur la crainte d'une crise de chômage. Cet argument dont les syndicats généralement bien renseignés ne pouvaient contester le poids, a engagé les plus intransigeants d'entre eux à user de modération et à faire une large part aux considérations d'opportunité.

La période qui va du printemps à l'hiver 1927 fut donc marquée par de longues et difficiles négociations entre patrons et ouvriers. Pratiquement ces négociations n'aboutirent en général ni à des concessions notables de la part d'une des deux parties, ni à des conflits aigus. Peu de grèves, ou des grèves courtes et localisées. Encore certaines d'entre elles, grèves des carriers à Sprimont par exemple, semblent-elles avoir été provoquées en grande partie par l'intransigeance des patrons qui préféraient la fermeture de leurs chantiers à la continuation d'une activité onéreuse.

Généralement chaque parti a conservé ses positions en évitant de rompre les pourparlers et s'en est tenu à l'observation du statu quo. Si des relèvements de salaires ont été accordés, leur importance a été minime et

très disproportionnée à la hausse du coût de la vie.

Les positions respectives des patrons et des ouvriers étaient particulièrement caractéristiques dans les charbonnages où l'index déterminait pour les trois-quarts le montant des salaires. Les patrons s'efforcèrent de faire réduire cette proportion. D'une manière générale, leur désir a été de dissocier le mouvement des salaires de celui de l'index number. En juillet 1927 l'industrie du lin, par exemple, dénonça la convention conclue plusieurs années auparavant avec les syndicats ouvriers et en vertu de laquelle les salaires devaient automatiquement suivre les fluctuations de l'index. Cette convention avait été appliquée régulièrement depuis 1922 jusqu'en juillet 1927, date à laquelle les patrons se trouvèrent en face d'une revendication formulée par le Syndicat ouvrier, et tendant à l'octroi d'une augmentation résultant du nouvel index à laquelle s'ajoutait une autre demande d'augmentation extraordinaire exigée simultanément. Les dirigeants de l'industrie linière déclarèrent que dans ces conditions la convention était une duperie et s'empressèrent de saisir cette occasion pour la dénoncer. Mais, en fait, ils ont continué à appliquer les augmentations qui auraient dû résulter de la convention si celle-ci était demeurée en vigueur. De même dans la construction mécanique de la région de Gand la convention signée en octobre 1925 accordant 5 % d'augmentation automatique sur les salaires de base, dont le tableau fut arrêté à l'époque, par chaque tranche de 25 points de l'Index National, a été dénoncée au début de 1927 mais a continué d'être appliquée

en fait, avec quelque retard cependant dans l'application.

Une campagne de presse a d'ailleurs été entreprise pour réclamer qu'on cessât la publication de l'Index qui fournit des renseignements imprécis et prêtant à interprétations erronées.

Les ouvriers généralement se refusent à accepter la dissociation du niveau des salaires avec celui du prix de la vie, mais il semble que leur résistance faiblisse, principalement dans les industries qui sont les plus éprouvées par le ralentissement des affaires. On note une nouvelle tendance des syndicats à poursuivre le combat sur un autre terrain : celui de la journée de travail de 50 fr. b. pour les ouvriers qualifiés et 40 fr. b. pour les manœuvres.

Au total si ce minimum de salaire journée n'a généralement pas été atteint, on peut estimer que l'augmentation accordée pendant la première année de stabilisation aux ouvriers par les patrons est de l'ordre de 10 à 12 %. Par rapport à l'avant-guerre l'index-or des salaires-horaires atteignait en automne 1927, 115 % environ. Les salaires au mois, à la semaine ou à la journée étaient en effet en moyenne sept fois plus élevés qu'en 1913, ce qui représenté étant donnée la dévaluation du franc belge 100 % du salaire or versé en 1913. Mais les salaires de 1913 s'appliquaient à une journée de travail sensiblement plus longue. Le chiffre de 115 % pour les salaires horaires semble donc exact. Si l'on tient compte d'ailleurs de la baisse de valeur de l'or, le pouvoir d'achat de l'ouvrier a pu varier par rapport à 1913.

Par contre la hausse nominale des salaires a été loin de se présenter sous un aspect uniforme et les coefficients d'augmentation par rapport à l'avant-guerre sont très variables. Il convient de faire à ce sujet différentes remarques.

Dans certaines industries d'abord, les salaires de base ont peu varié et l'adaptation s'est affectuée au moyen de primes de production présentant un caractère provisoire et susceptibles de disparaître ou de diminuer suivant les circonstances.

Il faut noter surtout que les travailleurs manuels ont d'une façon générale été très favorisés par rapport aux employés, aux ingénieurs, etc. Parmi les travailleurs manuels, les manœuvres ont relativement bénéficié d'un meilleur traitement que les ouvriers qualifiés. Le travail des femmes est également en moyenne mieux rémunéré qu'il ne l'était en 1913.

En ce qui concerne les fonctionnaires le coefficient de péréquation qui atteignait au printemps 1927 7,70 pour les fonctions subalternes diminuait progressivement à mesure qu'on montait l'échelle administrative et n'était que de 5 pour un chef de bureau et de 4,42 pour un directeur général. En septembre 1927 est intervenu un réajustement des traitements qui a dans une assez large mesure rétabli l'équilibre et relevé le traitement des hauts fonctionnaires à un niveau convenable. Mais il s'est accompagné d'une restriction des effectifs qui compense cet avantage, par la diminution qu'elle entraîne des chances d'avancement.

L'impression générale à la fin de 1927 était que la

hausse des salaires si elle n'avait pas atteint son terme n'en était plus éloigné et n'y tendait plus que suivant un rythme ralenti. On s'attendait à enregistrer pour l'avenir des modifications peu importantes, des péréquations partielles dont bénéficieront les catégories de travailleurs jusqu'ici défavorisées, plutôt qu'un relèvement général et accentué.

Dès à présent d'ailleurs on peut noter que la Belgique n'est plus le pays de main-d'œuvre à bon marché qu'elle était avant-guerre. Cette modification résulte de l'application rigoureuse de la loi de 8 heures et de la mise en vigueur d'une législation sociale perfectionnée plus que d'une hausse réelle des salaires. Il ne s'ensuit donc pas une augmentation véritable du pouvoir d'achat de la population, susceptible de contrebalancer les effets pernicioeux de la hausse des prix de revient par le développement de la capacité d'absorption du marché intérieur.

CONCLUSION

Dans toute stabilisation il est possible de distinguer au moins deux éléments : d'une part réaction contre l'inflation par le retour à une monnaie saine, d'autre part fixation d'un résidu d'inflation, hors le cas très rare d'un retour au pair primitif de la devise nationale qui laisse d'ailleurs subsister en général un accroissement de la circulation,

En Belgique, les conséquences que nous venons d'examiner procèdent de l'un ou de l'autre de ces deux éléments. Elles proviennent aussi et c'est la caractéristique de la réforme monétaire dans ce pays, d'un troisième facteur qui s'est révélé particulièrement influent : c'est une continuation d'inflation au moins pendant la première année qui a suivi la stabilisation.

Certes, cette survivance d'inflation n'a pas entraîné sur les changes les répercussions qui sont généralement considérées comme les manifestations les plus symptomatiques du gonflement de la circulation monétaire ou des crédits. Cependant on ne saurait nier qu'ils se soient présentés quelques-uns parmi les traits caractéristiques de l'inflation : augmentation du nombre des billets, dé-

calage entre le niveau des prix mondiaux et des prix intérieurs, avec ascension de ces derniers.

L'existence de cette marge a été voulue par les auteurs de la réforme monétaire belge. Pour les laisser subsister ils ont choisi le taux de stabilisation de 175 qui devait à leurs yeux présenter des avantages de facilité et de sécurité.

Examinons ces deux points de vue :

Le fait d'avoir stabilisé le franc belge à un taux inférieur à sa valeur d'achat dans le pays a certainement « facilité » le retour à des conditions économiques normales. Il a permis d'aborder un par un les différents problèmes qui se posaient en les décalant dans le temps. Aussi n'y a-t-il eu ni heurts ni secousses.

Cependant il faut se garder d'assimiler le procédé qui consiste à ménager une transition à une solution qui résout les difficultés. Celles-ci en Belgique sont retardées mais non aplanies. Elles apparaissent de jour en jour avec une plus grande netteté. La principale d'entre elles est la question de l'adaptation des salaires. Elle se pose à la fin de 1927 ou se posera au milieu de 1928 dans les mêmes termes qu'elle se fût posée fin 1926 avec un taux de stabilisation de 150.

Le véritable avantage du taux choisi de 175 paraît bien être d'avoir suscité une grande affluence de capitaux étrangers. D'une part la réadaptation du cours des titres en bourse à la valeur de l'étalon monétaire offrait de larges perspectives de plus-values qui devaient tenter les spéculateurs étrangers. D'autre part le choix de ce taux modeste, choix visiblement dicté par un souci de sécurité, paraissait aux yeux de l'opinion publique

garantir le succès de la réforme. Peut-être y avait-il là d'ailleurs une part d'illusion.

En réalité pour apprécier la difficulté d'une réforme monétaire, il faut comparer la valeur nouvelle attribuée à l'étalon monétaire à celle qu'il conservait sur le marché intérieur, et sur ce marché seulement.

Revaloriser une monnaie sur sa valeur « intérieure » est toujours une opération pénible et risquée. Cela suppose en effet une baisse des prix et des salaires qui est un obstacle difficile à surmonter.

Il est par contre relativement aisé de revaloriser une monnaie sur sa valeur « extérieure », de remonter le courant des changes. C'est uniquement une question de crédits et de technique cambiste.

Si la Belgique avait stabilisé au cours de 150 qui correspondait à peu près au niveau des prix intérieurs et des salaires, il est vraisemblable que la réussite de la réforme monétaire n'eut pas été moins brillante qu'elle le fut en fait. De même si les circonstances extrinsèques à la Belgique auxquelles la réforme est en grande partie redevable de son succès ne s'étaient pas produites, si le franc français principalement, au lieu de se redresser, avait accéléré sa chute, il est permis de penser que le choix du taux de 175 n'aurait pas empêché l'échec de la stabilisation. La simple substitution du mot « belga » au mot « franc » aurait sans doute été, à elle seule, plus effective en desserrant les liens moraux qui unissent les deux systèmes monétaires français et belges.

Il n'est pas paradoxal de dire que si Francqui a choisi le taux de la stabilisation, c'est Poincaré qui a, en définitive, assuré le succès de l'opération.

Les conditions, dans lesquelles la Belgique a dû procéder à sa réforme monétaire justifient donc mieux que le succès de cette opération les considérations d'extrême prudence qui ont dicté le choix des modalités de la stabilisation.

Il ne faut tirer des premières conséquences de cette stabilisation aucun argument en faveur d'un coefficient de dépréciation, 6 ou 7 par exemple, supérieur à la dévaluation de la monnaie sur le marché intérieur. Le choix de ce coefficient a sans doute une réelle importance, mais il a une influence beaucoup moins grande, beaucoup moins durable qu'on ne l'a souvent prétendu.

Il reste, qu'étant sortie au plus tôt, sinon peut-être au mieux, de ses embarras monétaires, la Belgique peut examiner, et travailler à résoudre, les problèmes économiques et sociaux, autrement graves, autrement difficiles qui se présentent devant son avenir.

Les premiers résultats qu'elle a obtenus, le génie de ses hommes d'affaires, l'activité patiente de son peuple sobre et laborieux justifient d'ailleurs la foi profonde qu'a la Belgique dans ses destinées.

*Vu, le Doyen en mission,
l'Assesseur.*

*Vu, le Président de la Thèse,
Germain MARTIN.*

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
CHARLÉTY

BIBLIOGRAPHIE

JOURNAUX PÉRIODIQUES.

- BELGES. — *XX^e Siècle*. — *Neptune*. — *Indépendance Belge*.
— *Moniteur des Intérêts matériels*.
FRANÇAIS. — *Journal des Débats*. — *Le Capital*. — *L'Information*.

OUVRAGES SUR LA STABILISATION ET ARTICLES DE REVUE.

- BAUDHUIN. — La structure économique de la Belgique, 1926
(*Sté d'Etudes morales, sociales et juridiques*).
— La stabilisation belge et ses conséquences.
FOURNIER. — La réforme financière et monétaire en Belgique.
Giard (Paris).
FRANCK. — La stabilisation monétaire en Belgique. Payot
(Paris).
HOFFMANN. — La stabilisation du franc-belge. *Mercure de
Flandre* (Lille).
SCHLEPNER. — La dépréciation et la stabilisation du franc-
belge. *Revue d'Economie politique*. Paris, janv.-févr. 1927.
MANTHORN. — La stabilisation du franc belge. *Revue Econo-
mique internationale*, mai 1927.

DOCUMENTS.

- Bulletin du Commerce extérieur de l'Union économique*.
Revue du Travail.
Documents parlementaires, etc.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION 7

<i>Circonstances dans lesquelles la stabilisation a été décidée</i>	8
<i>Circonstances qui ont coïncidé avec la stabilisation belge</i>	9

PREMIERE PARTIE

CONSÉQUENCES FINANCIÈRES.

<i>Chapitre I^{er}. — Marché de l'argent</i>	19
<i>A) Le marché des capitaux. Le taux de l'escompte</i>	20
<i>B) La circulation monétaire</i>	28
<i>Chapitre II. — Les Finances publiques</i>	35
<i>Chapitre III. — Les Finances privées. La Bourse</i>	44

DEUXIEME PARTIE

CONSÉQUENCES DE LA STABILISATION SUR L'ACTIVITÉ DE L'INDUSTRIE ET DU COMMERCE BELGES.

<i>Chapitre I^{er}. — Les industries belges après la stabilisation</i>	57
<i>Charbonnages</i>	59
<i>Industries métallurgiques</i>	62
<i>Autres industries</i>	65
<i>Chapitre II. — Les échanges commerciaux</i>	72
<i>A) Commerce intérieur</i>	73
<i>B) Commerce extérieur</i>	78

TROISIEME PARTIE

CONSÉQUENCES SOCIALES.

<i>Chapitre I^{er}. — Les prix</i>	96
<i>Chapitre II. — Les pouvoirs d'achat</i>	102
CONCLUSION	113
BIBLIOGRAPHIE	117

BORDEAUX. — Imprimerie J. BIÈRE
18, 20, 22, Rue du Peugue. — 1928
